

Инвестиции, основные финансовые активы и инструменты

После изучения этого материала вы сможете:

- дать определение термину «инвестиции»;
- перечислить виды инвестиций с точки зрения объекта вложения средств;
- объяснить смысл реальных и финансовых инвестиций;
- дать классификацию основным финансовым активам и инструментам;
- объяснить, что такое акция, облигация, дериватив;
- понять, как производится оценка доходности при операциях с финансовыми активами и деривативами.

Основные термины:

Инвестиции — это денежные средства, ценные бумаги, иное имущество, в том числе имущественные права, иные права, имеющие денежную оценку, вкладываемые в объекты предпринимательской и (или) иной деятельности в целях получения прибыли и (или) достижения иного полезного эффекта.

Реальные инвестиции — вложения в недвижимость, оборудование, строительство и т.п.

Финансовые инвестиции — вложение средств в различные финансовые активы и инструменты.

Акция — ценная бумага, удостоверяющая право её держателя (акционера) на получение части прибыли акционерного общества (АО) в виде дивидендов, на участие в управлении делами АО и на часть имущества, оставшегося после ликвидации АО. Право на выпуск акций имеют только акционерные общества.

Облигация — ценная бумага, удостоверяющая внесение её владельцем денежных средств и подтверждающая обязательство возместить ему номинальную стоимость этой ценной бумаги в предусмотренный в ней срок с уплатой фиксированного процента (если иное не предусмотрено правилами выпуска).

Производные финансовые инструменты (деривативы) — инструменты, предусматривающие:

1. возможность купли-продажи обязательства или права на приобретение/поставку базисного актива в будущем и (или)
2. получение/выплату дохода, связанного с изменением некоторой характеристики (например, курса) этого актива.

Контракт на разницу (Contract For Difference, CFD) — финансовый инструмент, по которому выплачивается или получается разница в изменении курса базисного актива без реальной купли-продажи самого базисного актива.

Краткое содержание раздела

Существует множество подходов к трактовке термина «инвестиции». В рамках этой работы мы опираемся на определение, представленное в федеральном законе «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» (ФЗ № 39 от 25.02.1999 г.). Определение инвестиций, в соответствии этим законом представлено в разделе «Основные термины».

С точки зрения объекта вложения средств выделяют реальные и финансовые инвестиции. Предметом этой книги являются именно финансовые инвестиции — вложение средств в различные финансовые активы и инструменты.

К основным финансовым активам относятся акции и облигации. Определения и ключевые характеристики этих активов представлены в разделе «Основные термины».

Акция представляет собой долевою ценную бумагу. Владелец акции в качестве дохода может рассчитывать на дивиденды (часть чистой прибыли компании, направляемой на распределение среди акционеров) и на прирост курсовой стоимости акции (положительное изменение курса после приобретения акции). Кроме того, держатель акции в случае ликвидации компании может рассчитывать на часть имущества компании.

Облигация представляет собой долговую ценную бумагу. В общем, владелец облигации может рассчитывать на следующие источники дохода (они могут несколько отличаться в зависимости от вида облигации):

- так называемые купонные платежи, осуществляемые периодически держателю облигации. Купонный платёж является денежной оценкой процента от нарицательной стоимости облигации;
- доход от реинвестирования купонных платежей;
- прирост капитала, возникающий в том случае, если облигация была куплена ниже номинала и удержана до срока её погашения.

К деривативам (производным финансовым инструментам) относятся: фьючерсные и форвардные контракты, опционы, контракты на разницу. Сделки с деривативами очень часто предусматривают выплату только курсовых разниц от изменения цены базисного актива.

Одним из преимуществ деривативов выступает возможность получения более высокой нормы прибыли по сравнению с операциями с базовыми активами.

Процесс управления инвестициями

После изучения этого материала вы сможете:

- описать основные этапы процесса по управлению инвестициями;
- дать характеристику каждому этапу;

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

- объяснить, каким образом выбирается инвестиционная цель;
- рассказать о роли риска в инвестициях;
- объяснить взаимосвязь между доходностью и риском.

Основные термины:

Процесс управления инвестициями — это последовательность действий, которые необходимо предпринять для достижения поставленной цели.

Безрисковая доходность — доходность по финансовым активам (инструментам), не имеющим риска.

Доходность — доход, выраженный в виде доли от первоначально вложенных средств.

Риск — неопределённость, связанная с принятием решений, реализация которых происходит только с течением времени; возможность отрицательного отклонения между плановым и фактическим результатом.

«Доступная» доходность — это доходность, которой теоретически можно было бы добиться при приемлемом уровне риска, который не привёл бы к потере средств. Является примерной оценкой того, насколько потенциально можно увеличить свои средства при инвестировании в тот или иной актив с тем или иным временным горизонтом при некотором уровне риска.

Инвестиционная цель — выбор уровня доходности и риска размещения средств на некотором инвестиционном горизонте.

Краткое содержание раздела

Процесс управления инвестициями включает пять основных этапов:

1. Формулировка инвестиционных целей.
2. Выбор формы инвестирования.
3. Выбор активов или управляющей компании.
4. Осуществление инвестиций.
5. Оценка эффективности инвестиций.

Формулировка инвестиционных целей заключается в оценке и выборе доходности и риска размещения средств на некотором инвестиционном горизонте. Значительное влияние на постановку цели оказывают следующие факторы: инвестиционный риск, срок инвестиций, первоначальная сумма инвестиций и «доступная» доходность.

Доходность и риск инвестиций всегда сопоставимы. Существует возможность инвестиций в так называемые безрисковые активы, под которыми, как правило, понимаются государственные ценные бумаги. Такие активы, как акции и корпоративные облигации, являются рисковыми активами. Деривативы также относятся к рисковым активами. Риск заключается в том, что результат вложения средств в такие активы неопределён. Иными словами, мы не знаем, вернём ли мы вложенные средства и будет ли у нас прибыль. Очень часто между доходностью и риском существует прямая взаимосвязь — чем больше риск, тем больше доходность.

При формулировании цели инвестор должен учитывать:

1. Поставленная цель должна быть реальной — не следует рассчитывать на сотни и тысячи процентов годовых в инвестиционном менеджменте.
2. Необходимо понимать ограниченный эффект диверсификации при небольшом объёме инвестируемых средств.

3. Крайне важно трезво оценивать свои способности как управляющего инвестициями.

4. Необходимо понимать, что прошлые достижения не гарантируют будущих результатов.

Существует две основные формы инвестирования — самостоятельное управление инвестициями и передача средств в управление другим лицам. Каждая из форм имеет свои плюсы и минусы. Причин для передачи средств в управление другим лицам может быть множество — отсутствие необходимых навыков, стремление к диверсификации инвестиций, достижение управляющим более высоких результатов и т.д.

Выбор активов или управляющей компании — один из важнейших этапов. Во многом от грамотного выбора зависит достижимость поставленной цели. Помимо выбора активов или управляющих, немаловажный вопрос — в каких пропорциях разделить средства между разнообразными активами и управляющими.

Осуществление инвестиций предусматривает конкретные действия инвестора по размещению средств. В настоящее время практически все операции проводятся через специальные компьютерные системы.

Оценка эффективности инвестиций осуществляется на протяжении всего периода инвестирования. Периодичность оценки эффективности должна быть такой, чтобы вовремя заметить существенные отклонения в уровне доходности и риска. Оценка эффективности инвестиций должна давать ориентиры относительно следующих показателей:

1. Текущего уровня доходности и риска инвестиций.
2. Отклонения текущего уровня (доходности и риска) от предполагаемого.
3. Причин отклонения.

Основой для оценки эффективности инвестиций выступает сравнение фактического показателя с плановым (целевым). В качестве целевой доходности может выступать наиболее ожидаемое значение доходности, полученное исходя из прошлых курсовых данных.

Структура инвестиционного бизнеса

После изучения этого материала вы сможете:

- дать характеристику основным группам инвесторов;
- описать роль коммерческих банков, страховых организаций, пенсионных и инвестиционных фондов, хедж-фондов на финансовых рынках;

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

— иметь представление о масштабах деятельности институциональных инвесторов на финансовых рынках;

— объяснить принципы заключения сделок на биржевом и внебиржевом рынках.

Основные термины:

Институциональные инвесторы — это юридические лица (коммерческие банки, страховые организации, инвестиционные компании, коммерческие предприятия, паевые инвестиционные фонды, пенсионные фонды и т.д.).

Частные инвесторы — физические лица.

Паевой инвестиционный фонд (ПИФ) — объединение средств граждан и юридических лиц, которые передаются в управление так называемой управляющей компании.

Открытый фонд (open-end fund; mutual fund) — фонд, постоянно продающий свои акции всем желающим и обязующийся выкупать их у акционеров. Цена акции фонда определяется рыночной стоимостью доли портфеля фонда, приходящегося на акцию.

Закрытый фонд — фонд, выпускающий и продающий акции инвесторам, но обратно свои акции не выкупающий. Акции закрытых фондов обращаются либо на крупных биржах (например, на Нью-Йоркской фондовой бирже) или на внебиржевом рынке. Цена акций таких фондов определяется на основе спроса и предложения.

Паевой траст (unit trust) — фонд, выпускающий фиксированное количество паёв, называемых паевыми сертификатами. Как и акции открытых фондов, они продаются и выкупаются обратно только самим фондом.

Хедж-фонд — это частное инвестиционное партнёрство с ограниченным количеством инвесторов и достаточно агрессивными инвестиционными стратегиями.

Биржа — организатор торгов ценными бумагами, валютой, товарами и т.п.

Специалист — член биржи, который занимается покупкой и продажей одной или нескольких акций в операционном зале.

Брокер — физическое лицо (или организация), осуществляющее сделки от имени и за счёт клиента или от своего имени и за счёт клиента.

Дилер — физическое лицо (или организация), покупающее или продающее финансовые активы и инструменты за свой счёт путём открытого объявления цен покупки/продажи.

Брокер-дилер — физическое лицо (или организация), совмещающее функции брокера и дилера.

Маркет-мейкер — физическое лицо (или организация), выставяющее свои цены на покупку и продажу финансового актива или инструмента.

Краткое содержание раздела

Выделяют две группы инвесторов:

1. институциональные инвесторы;
2. частные инвесторы.

К основным институциональным инвесторам относятся: коммерческие банки, страховые организации, паевые инвестиционные фонды, инвестиционные компании, хедж-фонды, пенсионные фонды.

Инвестиционная деятельность коммерческих банков заключается в размещении банком своих собственных и привлечённых ресурсов в те или иные финансовые активы и инструменты.

Страховые организации концентрируют в своих руках значительные финансовые ресурсы. Наиболее крупным источником инвестиций, в том числе и на финансовых рынках, выступают страховые резервы. Страховые резервы — фонды денежных средств, образуемые страховыми организациями для обеспечения гарантий выплат страхового возмещения и страховых сумм.

Существует три основных типа инвестиционных компаний — открытые, закрытые фонды и паевые трасты. Инвестиционные компании выступают инструментами рынка коллективных инвестиций.

В деятельности хедж-фондов очень часто применяются агрессивные инвестиционные стратегии.

Роль пенсионных фондов как инвесторов на финансовых рынках весьма велика, так как они приносят на рынок так называемые «длинные деньги».

В последние годы растёт популярность самостоятельного управления инвестициями частными лицами. Причин тому несколько. Среди основных — снижение «входных барьеров», компьютеризация торговли, рост доходов населения, активные рекламные кампании финансовых компаний; рост образовательного уровня частных лиц и т.д.

Существуют разнообразные способы осуществления сделок на биржевом и внебиржевом рынках. Частному инвестору помощь оказывают разнообразные посредники и участники — брокеры, дилеры, брокер-дилеры.

Инвестиции и спекуляции

После изучения этого материала вы сможете:

- описать разницу между инвестициями и спекуляциями;
- дать свою собственную точку зрения относительно соотношения понятий «инвестиции» и «спекуляции».

Краткое содержание раздела

Очень часто инвестиции и спекуляции разделяются по следующим критериям. Инвестиции — долгосрочное вложение средств в безрисковые (малорисковые) и, следовательно, надёжные финансовые активы, реальная доходность по которым равна ожидаемой доходности. Спекуляции — краткосрочное вложение средств в рискованные финансовые активы, способные принести высокую норму прибыли, но и с высокой вероятностью потери средств.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Практика работы финансовых рынков показала, что вложение в безрисковые активы приносит доходность на порядок меньшую, чем доходность от вложения в рискованные активы. Более того, очень часто реальная доходность безрисковых вложений оказывается отрицательной. Таким образом, размещение средств в безрисковые активы не всегда способствует сохранности средств.

В результате вложения средств в финансовые активы человек рассчитывает на сохранение средств и их приумножение. Расчёты относительно прибыли основываются на индивидуальной склонности человека (или финансового института) к риску.

Срочность размещения средств не является фактором, отличающим спекуляции от инвестиций. Чем быстрее существует возможность добиться поставленной цели, тем лучше.

Таким образом, рациональный участник финансового рынка выберет приемлемый для себя уровень риска и приложит максимум усилий с учётом его возможностей к получению максимально возможной прибыли в кратчайшие сроки. На наш взгляд, такое «поведение» участника как раз и характеризует его инвестиционную направленность.

Классификация финансовых рынков и объектов инвестирования

После изучения этого материала вы сможете:

- представить классификацию финансовых рынков и объектов инвестирования;
- понимать принципы обращения ценных бумаг на первичном и вторичном рынках;
- иметь представление о четырёх рынках — рынке акций, облигаций, валют и товаров;
- представить классификацию секторов рынка облигаций;
- выделить ключевые товарные группы;
- назвать основные валютные пары, на которые приходится большая часть оборота валютного рынка;
- дать характеристику основным деривативам.

Основные термины:

Денежный рынок — рынок долговых обязательств со сроком обращения менее года.

Рынок капитала — рынок долговых обязательств со сроком обращения более года.

Первичный рынок — рынок, на котором происходит первичная продажа выпускаемых эмитентом ценных бумаг.

Вторичный рынок — рынок, на котором происходит дальнейшее обращение (то есть, купля и продажа) ранее выпущенных ценных бумаг.

Эмиссия — процесс выпуска ценных бумаг.

Облигации с постоянным купоном — облигация, размер купонного платежа которой не меняется и остаётся постоянным на протяжении всего срока обращения облигации.

Облигации с переменным купоном — облигация, размер купона по которой привязывается к какому-либо изменяющемуся во времени базовому показателю.

Индекс — средневзвешенный показатель изменения курсов определённого набора финансовых активов.

Форвардные и фьючерсные контракты — соглашения о купле/продаже базового актива и (или) получении/выплате дохода, связанного с изменением некоторой характеристики этого актива в будущем, но на условиях, согласованных в настоящее время.

Опцион — соглашение, в соответствии с которым держателю (покупателю) опциона предоставляется выбор: реализовать опцион по заранее фиксированной цене или отказаться от его исполнения. Таким образом, у держателя опциона есть право, а не обязанность совершить определенное действие.

Краткое содержание раздела

С точки зрения объектов инвестирования выделяют четыре основных рынка: рынок долговых обязательств, рынок акций, рынок товаров и рынок валюты.

С точки зрения предмета торговли выделяют рынки базовых активов и рынки деривативов.

С точки зрения организации торгов выделяют биржевые и внебиржевые рынки.

Акции могут быть обыкновенными и привилегированными. Курс обыкновенных акций, как правило, выше курса акций привилегированных. Это объясняется большей определённой в отношении дохода по привилегированным акциям.

На рынке долговых обязательств обращаются ценные бумаги, оформленные в виде:

- обязательств государства (государственные облигации);
- обязательств частных компаний (корпоративные облигации);
- депозитных сертификатов;
- векселей.

На долговом рынке США выделяют следующие сектора:

1. Сектор казначейских облигаций:

- *казначейские векселя* (Treasury Bills, T-Bills);
- *казначейские ноты* (Treasury Notes, T-Notes);
- *казначейские облигации* (Treasury Bonds, T-Bonds).

2. Сектор правительственных агентств.

3. Муниципальный сектор.

4. Корпоративный сектор.

5. Сектор корпоративных долговых бумаг, обеспеченных активами.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

6. Сектор жилищного и коммерческого ипотечного кредитования.

Облигации бывают купонными и бескупонными. В купонных облигациях доход держателя выражен в виде размера купонных платежей. В бескупонных облигациях доход складывается за счёт того, что облигация приобретается по цене ниже номинала, а погашается по номиналу. Никаких промежуточных выплат по бескупонным облигациям не предусматривается.

В зависимости от типа купона купонные облигации могут иметь постоянный и переменный купон.

В зависимости от качественных признаков товары сводятся в определённые товарные группы:

1. Рынок драгоценных металлов (золото, серебро, платина, палладий и др.).
2. Рынок цветных металлов (медь, алюминий, никель и др.).
3. Рынок энергоресурсов (нефть, мазут, газ, бензин и др.).
4. Рынок пищевых продуктов (пшеница, кукуруза, соя, свинина, скот и др.).
5. Рынок так называемых «мягких» товаров (сахар, кофе, какао, апельсиновый сок, хлопок и др.).

Роль и значимость валютного рынка в инвестиционной деятельности как институциональных, так и частных инвесторов неуклонно растёт. Это определяется несколькими факторами: устойчивыми трендами на валютном рынке по сравнению с фондовыми рынками, низкими входными барьерами, высокой ликвидностью валютного рынка.

Основной объём торгов в мире сосредоточен на следующих валютах:

- доллар США;
- евро;
- японская йена;
- английский фунт стерлингов;
- швейцарский франк.

В основе любого дериватива лежит базовый актив — акция, валюта, товар, долговой инструмент, индекс.

Инструменты рынка коллективных инвестиций

После изучения этого материала вы сможете:

- иметь представление о рынке коллективных инвестиций в России;
- дать характеристику деятельности ПИФа и ОФБУ;
- понимать принципы работы ПИФа и ОФБУ;
- иметь представление о типах фондов;
- назвать основные отличия ПИФа от ОФБУ;
- понимать преимущества ОФБУ перед ПИФа.

Основные термины:

Паевой инвестиционный фонд — инструмент коллективного инвестирования, который даёт инвесторам возможность объединить свои сбережения (паи) под управлением профессиональной управляющей компании. Паевой инвестиционный фонд представляет собой обособленный имущественный комплекс, состоящий из имущества, переданного в доверительное управление управляющей компании учредителем (учредителями) доверительного управления с условием объединения этого имущества с имуществом иных учредителей доверительного управления, и из имущества, полученного в процессе такого управления, доля в праве собственности на которое удостоверяется ценной бумагой, выдаваемой управляющей компанией.

Общий фонд банковского управления — имущественный комплекс, состоящий из имущества, передаваемого в доверительное управление разными лицами и объединяемого на праве общей собственности, а также приобретаемого доверительным управляющим при осуществлении доверительного управления.

Краткое содержание раздела

В России сфера коллективных инвестиций представлена паевыми инвестиционными фондами (ПИФ) и общими фондами банковского управления (ОФБУ).

ОФБУ гораздо более свободны в инвестировании средств во внешние ценные бумаги. ПИФы в отличие от ОФБУ не могут использовать деривативы в качестве инструментов инвестирования. Управляющая компания ПИФа не вправе открывать коротких позиций (продавать акции без их предварительной покупки), так как имущество паевого фонда не может быть предметом залога. Регламентация деятельности ПИФов в отношении структуры активов на порядок консервативнее соответствующей регламентации деятельности ОФБУ.

Несмотря на преимущества ОФБУ, популярность и известность ПИФов в России на порядок выше.

В зависимости от возможности реализации пая выделяют три типа фондов. В открытом фонде инвестор имеет возможность купить или продать свой пай в любой рабочий день. В интервальном фонде инвестор имеет возможность купить или продать свой пай только в определенные сроки. Закрытые ПИФы создаются под какой-то проект, и продать свои паи можно только после завершения этого проекта.

Инвестиционные качества основных финансовых активов и инструментов

После изучения этого материала вы сможете:

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

- иметь представление о том, из чего складывается доходность по акциям;
- понимать взаимосвязь цены и доходности облигаций;
- производить расчёт цены облигации;
- определять доходность при маржинальных операциях с иностранной валютой;
- рассчитывать результат при операциях с фьючерсами, опционами и контрактами на разницу;
- определять доходность при инвестировании средств через рынок коллективных инвестиций;
- рассчитывать доходность инвестиционного портфеля.

Основные термины:

Требуемая доходность — доходность сопоставимых инструментов или сумма безрисковой доходности и премии за риск.

Номинальная цена облигации (номинал) — это та величина в денежных единицах, которая обозначена на облигации.

Дисконтная облигация — облигация, цена которой меньше номинала.

Облигация с премией — облигация, цена которой больше номинала.

Эмиссионная цена облигации — это цена продажи облигаций на первичном рынке.

Курсовая цена облигации — это цена, по которой облигации продаются на вторичном рынке.

Доходность к погашению — это процентная ставка, при которой приведённая стоимость денежных потоков равна цене.

Маржа — это гарантийное обеспечение по проводимым сделкам.

Опцион колл — опцион, дающий покупателю право купить базисный актив у продавца опциона.

Опцион пут — опцион, дающий покупателю право продать базисный актив продавцу опциона.

Страйк — цена исполнения опциона.

Инвестиционный портфель — совокупность финансовых активов и инструментов.

Краткое содержание раздела

Доход по акциям определяется как сумма курсовых разниц и дивидендов.

Курсовая разница определяется как разница между ценой продажи и ценой покупки акции.

Доходность по акциям определяется как отношение дохода к цене покупке акции.

Доходность корпоративной облигации в момент эмиссии может быть определена на основе доходности сопоставимых инструментов или как сумма безрисковой доходности и премии за риск.

В процессе обращения облигации премия за риск, безрисковая доходность или доходность сопоставимых инструментов могут меняться. Единственной величиной, способной нивелировать эти изменения, является цена облигации.

Цена облигации может быть определена как сумма приведённых денежных потоков по этой облигации.

Существует обратная зависимость между ценой и доходностью облигации.

Если требуемая доходность поднимается выше купонной ставки, цена облигации падает ниже номинала. Если требуемая доходность опускается ниже купонной ставки, цена облигации окажется выше номинала.

Доходность к погашению — это процентная ставка, при которой приведённая стоимость денежных потоков равна цене. Доходность к погашению может быть найдена из следующего уравнения:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+y)^t} + \frac{M}{(1+y)^n}$$

где:

P — цена облигации (в денежных единицах — долларах, рублях и т.п.);

n — число купонных периодов (число лет $\times 2$);

C — полугодовая купонная выплата (в ден.ед.);

y — доходность к погашению;

M — сумма погашения;

t — период времени, когда производится выплата.

Материалы раздела

После изучения этого материала вы сможете:

- иметь представление о принципах оформления отношений между инвестором и брокером;
- понимать, как проводятся сделки через компьютерные программы;
- объяснить, какие бывают программы;
- знать о том, где можно найти информацию по деятельности ПИФов или ОФБУ;
- описать, где можно найти частного управляющего.

Краткое содержание раздела

Отношения между инвестором и брокером (брокерско-дилерской компанией) закрепляются договором.

Источниками информации о курсах финансовых активов выступают:

- веб-сайты информационных агентств, брокерских компаний и других организаций;
- специальное программное обеспечение.

В целом, существует три вида программных продуктов:

1. Дилинговые программы (от английского слова deal — сделка) — программы для электронного заключения сделок. Позволяют отдавать брокеру приказы на покупку/продажу, видеть текущие рыночные цены, состояние операций, баланс счёта и прочие показатели, связанные с торговлей.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

2. Новостные программы — используются для просмотра текущих новостей, аналитических материалов и разнообразной статистической информации о финансово-экономических показателях.

3. Программы технического анализа — программы, позволяющие просматривать историю цен по тому или иному финансовому активу и инструменту и проводить анализ с помощью разнообразных статистических инструментов.

Существуют разнообразные типы приказов:

1. Рыночный приказ — приказ, который должен быть реализован по наилучшей доступной в настоящее время цене.

2. Лимитный приказ — приказ, в котором указывается предельно допустимая (лимитная) цена. Лимитный приказ на покупку — задаёт максимально допустимую цену покупки актива. Лимитный приказ на продажу — задаёт минимально допустимую цену продажи актива.

3. Стоп-приказ — приказ, исполняемый при достижении рыночной ценой указанного в приказе значения. Стоп-приказ на покупку исполняется, если цена поднимается до указанной в заявке цены. Стоп-приказ на продажу исполняется, если цена опускается до указанной в заявке цены.

Информация о деятельности ПИФов и ОФБУ доступна на веб-сайтах управляющих компаний или на специальных информационных ресурсах.

Частным управляющим, которым можно передать средства в управление для операций на форексном рынке, можно найти в «сообществе трейдеров» (расположенном на веб-сайте Группы компаний «Форекс Клуб»).

Материалы раздела

После изучения этого материала вы сможете:

- иметь представление о принципах функционирования брокерско-дилерских компаний;
- знать, как управляют рисками дилинговых операций в Группе компаний «Форекс Клуб».

Основные термины:

Перекрытие позиции — проведение сделки с третьим участником, результат которой будет идентичен результату по сделке с клиентом компании.

Краткое содержание раздела

Если риск сделки с клиентом достаточно велик, то компания выступает в качестве брокера, «сводя» клиента с другим клиентом или внешним контрагентом (например, аналогичной компанией).

Если же риск сделки приемлем для компании и сама сделка потенциально может принести брокерско-дилерской компании прибыль, то компания выступает в качестве дилера, исполняя сделку за счёт собственных ресурсов.

На практике подводится итог по всем клиентским позициям и именно итоговая позиция, при необходимости, перекрывается на третьих участниках. В ряде случаев отдельно могут перекрываться особо крупные сделки клиентов, риск по которым является существенным.

Основные критерии выбора брокерско-дилерской компании:

1. Продолжительность «жизни» компании и масштабы её деятельности.
2. Репутация компании.
3. Принципы оформления отношений с компанией.
4. Порядок и доступность практикуемого в компании способа перевода средств.
5. Размер транзакционных издержек.
6. Способ проведения сделок (электронный / с голоса через телефон) и применяемое программное обеспечение.
7. Наличие технической поддержки.
8. Регулирование деятельности компании со стороны соответствующих органов, страхование ответственности персонала компании, страхование депозитов.
9. Публичность компании, доступность информации о её деятельности.

Концепция эффективности финансовых рынков

После изучения этого материала вы сможете:

- иметь представление об эффективности финансовых рынков;
- знать, что именно может сделать рынок эффективным;
- иметь представление о том, каковы последствия эффективности рынка.

Основные термины:

Эффективный финансовый рынок — рынок, на котором цены в любой момент времени полностью отражают всю доступную информацию, относящуюся к оценке активов, и немедленно реагируют на новую информацию.

Инвестиционная стоимость — стоимость финансового актива на данный момент с учётом ожидаемых в будущем по этому активу доходов.

Краткое содержание раздела

Финансовый рынок обладает ценовой эффективностью, если в любой момент времени цены полностью отражают всю доступную информацию, относящуюся к оценке активов, и немедленно реагируют на новую

информацию. Так как новая информация не может быть предсказана заранее, следовательно будущие цены также не могут быть предсказаны. Если рынок является эффективным, то прошлая информация по активу и динамика цен актива не играют никакой роли для определения будущего развития ценовой динамики.

В основе концепции эффективного рынка лежит предположение о том, что цены мгновенно «впитывают» новую информацию. На практике это происходит за счёт того, что множество участников финансового рынка постоянно пытается найти информацию, которая позволила бы им получить доход от операций на финансовом рынке. Получив такую информацию и проведя её анализ, участники на её основе совершают сделки, тем самым изменяя соотношение спроса и предложения. Всё это ведёт к изменению цены актива, которое и отражает «воплощение» информации в цену.

Если рынок является эффективным, текущий курс актива будет достаточно хорошо отражать его инвестиционную стоимость. Тогда отклонение курса от инвестиционной стоимости будет отражать неэффективность рынка. Однако такое отклонение будет замечено участниками рынка. Активы, курс которых ниже стоимости, будут приобретаться, что вызовет рост курса до уровня инвестиционной стоимости. Активы, курс которых выше стоимости, будут продаваться, что будет вызывать снижение курса до уровня инвестиционной стоимости.

Если финансовый рынок является эффективным, попытки использовать какую-либо информацию обречены на провал.

Оценка эффективности финансового рынка и выбор типа управления инвестициями

После изучения этого материала вы сможете:

- объяснить, какие существуют методы оценки эффективности рынков;
- знать, как может быть произведена оценка слабого, среднего и сильного уровня эффективности рынка;
- иметь представление о проблемах, возникающих в процессе оценки эффективности рынка;
- понимать, как оценка эффективности рынка влияет на выбор типа управления инвестициями;
- иметь представление о типах инвестиционных стратегий.

Основные термины:

Активная стратегия — стратегия, в рамках которой приобретаются недооценённые активы и продаются переоценённые.

Пассивная стратегия — стратегия, основанная на портфельном инвестировании.

Индексация — пассивная стратегия, состоящая в построении портфеля, который будет давать такую же доходность, как и некоторый выбранный индекс.

«Купи и держи» — пассивная стратегия, состоящая в приобретении финансовых активов и их удержании на протяжении длительного времени.

Краткое содержание раздела

В качестве критерия эффективности выступает сама возможность получения за счёт использования того или иного вида информации положительной доходности при проведении операций. Эта доходность, как правило, сравнивается с доходностью рынка — доходностью стратегии «купи и держи» или доходностью стратегии индексации.

Проверка эффективности рынка заключается в нахождении степени превышения доходности при операциях на основе разнообразной информации над доходностью рыночного портфеля.

При проверке слабого уровня эффективности исследуется способность проводить операции на основе статистической информации (информации, содержащейся в прошлых значениях цен). Эти исследования осуществляются с помощью приёмов и методов так называемого технического анализа.

При проверке среднего уровня эффективности оценивается предсказательная способность не только статистической информации, но и публичной информации.

При проверке сильного уровня эффективности исследуются результаты деятельности профессиональных инвестиционных менеджеров и потенциальных инсайдеров. При этом исходят из предположения, что эти категории инвесторов осведомлены лучше других или имеют возможность организовывать исследовательскую работу на более высоком уровне.

Проверка любого уровня эффективности сопряжена с рядом проблем. Причины этого кроются в следующем: (а) в различном восприятии и придании различной значимости участниками одной и той же информации; (б) в различной интерпретации участниками одной и той же информации; (в) в разных способностях участников к исследовательской работе.

Если рынок признан неэффективным, значит на нём существуют постоянные или хотя бы периодические расхождения между ценой (текущим курсом актива) и стоимостью. В этом случае используются разнообразные активные стратегии.

Если же рынок признан эффективным, то текущие цены хорошо отражают инвестиционную стоимость. Тогда инвестору остаётся сформировать широко диверсифицированный инвестиционный портфель и уповать на то, что в долгосрочной перспективе данный портфель принесёт доход. В этом случае используются пассивные стратегии. Наиболее распространённой является стратегия индексации.

Активный тип управления инвестициями

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

После изучения этого материала вы сможете:

- объяснить, какие существуют методы анализа финансовых рынков;
- понимать, в чём заключается смысл технического анализа;
- иметь представление о направлениях технического анализа;
- понимать, в чём заключается смысл фундаментального анализа;
- иметь представление о торговых системах.

Основные термины:

Технический анализ — это подход к анализу финансовых рынков на основе выявления закономерностей в движении цены.

Математический анализ — подход, в котором все заключения относительно дальнейшего поведения цены выводятся на основе анализа искусственно созданных численных показателей (технических индикаторов).

Графический анализ — подход, в котором заключения относительно дальнейшего поведения цены выводятся на основе анализа простых графических элементов (линий, уровней, фигур и непосредственно цен).

Фундаментальный анализ — подход к анализу финансовых рынков на основе изучения финансово-экономической информации, которая, предположительно, оказывает влияние на динамику актива или финансового инструмента.

Торговая система (другие названия — торговая стратегия, инвестиционная система) — это комплекс правил по проведению операций и управлению капиталом.

Краткое содержание раздела

В рамках активного типа управления инвестициями решения принимаются на основе технического и (или) фундаментального анализа.

Технический анализ базируется на трёх постулатах:

1. Цена содержит всё.
2. История повторяется.
3. Цена может иметь три направления — вверх, вниз и вбок.

Существуют два направления технического анализа — математический и графический анализ.

Особенностью фундаментального анализа является то, что его крайне сложно формализовать.

Торговая система включает в себя определённые правила проведения операций:

1. Критерии сигнала на открытие позиции (на основе чего актив или финансовый инструмент покупается или продаётся).
2. Критерии сигнала на закрытие позиции (на основе каких правил актив или финансовый инструмент обратно продаётся или выкупается).

Правила по управлению капиталом включают в себя:

1. Выбор размера риска в каждой операции.
2. Выбор объёма инвестиций в тот или иной актив или финансовый инструмент.

Критерии сигнала на открытие позиций формируются на основе проведённого фундаментального или технического анализа. Так как технический анализ более формализован по сравнению с фундаментальным, то и торговые системы на его основе, как правило, объективны.

Оценка эффективности торговой системы проводится на основе серии сделок. Как правило, результаты тестов заносятся в специальный журнал.

Пассивный тип управления инвестициями

После изучения этого материала вы сможете:

- объяснить, что понимается под диверсификацией и каким образом она влияет на риск;
- понимать, из чего складывается риск инвестиционного портфеля;
- иметь представление о современной портфельной теории;
- понимать, какие именно портфели необходимо выбирать инвестору;
- иметь представление о том, как на практике может быть осуществлена стратегия индексации.

Основные термины:

Диверсификация — способ построения инвестиционного портфеля, при котором уменьшается его риск без снижения ожидаемой доходности.

Систематический риск (недиверсифицируемый, рыночный) — доля изменчивости (риска) актива за счёт субъективных условий.

Несистематический риск (остаточный, диверсифицируемый, специфический, уникальный) — доля изменчивости актива, которую можно полностью диверсифицировать.

Краткое содержание раздела

Риск инвестиционного портфеля снижается с увеличением количества активов, включаемых в портфель.

Риск портфеля может быть разделён на две основные категории: систематический и несистематический.

Построение портфеля в рамках пассивного типа управления инвестициями требует ответа на ряд вопросов. Во-первых, в каких пропорциях размещать средства между разнообразными активами и финансовыми инструментами. Во-вторых, какой портфель из множества портфелей является наилучшим для конкретного инвестора. Ответы на эти вопросы могут быть найдены в так называемой современной портфельной теории. Фундаментальная основа этой теории была заложена в 50-х годах Г. Марковицем.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Результатом работы Марковица явился переход от рассмотрения доходности и риска отдельного актива к рассмотрению доходности и риска портфеля активов. Кроме того, им была сформирована теоретическая база по нахождению наилучших (эффективных) для инвестора портфелей.

Г. Марковиц исходил из того, что инвесторы рациональны в своём выборе. Эту рациональность можно описать на следующих примерах:

1. Если имеются два актива (портфеля) с одинаковым риском, но разной доходностью, то инвестор предпочтёт актив (портфель) с наибольшей доходностью.

2. Если имеются два актива (портфеля) с разным риском, но одинаковой доходностью, то инвестор предпочтёт актив (портфель) с наименьшим риском.

Наибольшую доходность на единицу риска обеспечивает так называемый рыночный портфель — портфель, куда входят всевозможные финансовые активы. В качестве некоторого рыночного портфеля рассматривают фондовые индексы, составленные на основе широкой выборки тех или иных активов. Стратегии, которые следуют за индексом, называют стратегиями индексации.

Стратегия индексации может быть обеспечена непосредственным приобретением активов, входящих в индекс; сделками с деривативами на индекс; сделками с индексными акциями.

Материалы раздела

После изучения этого материала вы сможете:

- описать основные сегменты рынка акций;
- дать характеристику основным фондовым индексам;
- понимать, какую роль играют акции фондов-трекеров в управлении инвестициями;
- ориентироваться в факторах, оказывающих влияние на курс акций;
- иметь представление о валютном оверлее.

Основные термины:

Депозитарная расписка — документ, подтверждающий размещение ценных бумаг в депозитарии банка.

Фонд-трекер — фонд, состав активов которого дублирует состав какого-либо индекса.

Валютный оверлей — управление валютной составляющей внешних инвестиций.

Краткое содержание раздела

С точки зрения обращающихся активов и финансовых инструментов на рынке акций можно выделить следующие основные сегменты:

1. Непосредственно рынок акций.
2. Рынок депозитарных расписок на иностранные акции.
3. Рынок деривативов на акции.
4. Рынок акций фондов-трекеров фондовых индексов или секторов.
5. Рынок деривативов на фондовые индексы и индексные акции.
6. Рынок деривативов на сектора (банковский, финансовый, транспортный и т.п.).

Различают Американские депозитарные расписки (АДР), Европейские депозитарные расписки (ЕДР) и Глобальные депозитарные расписки (ГДР), разница между которыми состоит в географии их распространения.

Курс индексных акций имеет приблизительное соотношение с индексом, так как величина индекса определяется расчётным путем, а курс индексной акции — в результате баланса спроса и предложения.

В мире существует большое разнообразие фондовых индексов, отражающих динамику рынка в целом, какой-либо отрасли или региона.

На текущую деятельность, перспективы коммерческих компаний и курс их акций влияет огромное количество факторов. Ряд факторов в некоторой степени подконтролен менеджерам компаний. Как правило — это «внутренние» факторы: общая стратегия развития; маркетинговая, кадровая и финансовая политика; научно-технические разработки и технология продаж; различные риски, в том числе и финансовые, поддающиеся воздействию со стороны менеджеров компании и т.п. Другие факторы, относящиеся к так называемым внешним, практически неподконтрольны менеджерам компаний: политическая и экономическая ситуация в стране; состояние финансового рынка и валютных курсов; инфляция; деятельность конкурентов, их стратегия, маркетинг, научные исследования и т.п.; деятельность поставщиков и подрядчиков и т.д.

Инвесторы, стремящиеся к диверсификации своих инвестиций, вынуждены выходить на зарубежные (внешние) финансовые рынки. Доходность и риск внешних инвестиций включают в себя доходность и риск, связанные с инвестированием во внешние ценные бумаги и, кроме того, дополнительную доходность и риск, определяемые валютным курсом (рисунок 6.1). Валютная составляющая внешних инвестиций возникает в силу того, что внешние ценные бумаги номинированы в иностранной валюте. Таким образом, валютный аспект внешней диверсификации привносит новое измерение — валютную доходность и соответствующий риск. Необходимость управления валютной составляющей внешних инвестиций привела к возникновению нового направления в инвестиционном менеджменте — валютного оверлея, под которым понимается процесс управляющих воздействий на валютную составляющую внешних инвестиций для достижения поставленной инвестором цели.

Материалы раздела

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

После изучения этого материала вы сможете:

- описать основные сегменты рынка облигаций;
- дать характеристику основным ценным бумагам с фиксированным доходом;
- понимать, каким образом частный инвестор может проводить операции на этом рынке;
- ориентироваться в торговых площадках по торговле процентными деривативами;
- иметь представление о факторах, определяющих доходность облигации;
- описать основные стратегии, используемые при управлении портфелями облигаций;
- понимать роль фондов облигаций в управлении инвестициями.

Основные термины:

Рынок местных облигаций — рынок, на котором эмитент является резидентом страны, где облигация выпускается и затем торгуется.

Рынок иностранных облигаций — рынок, на котором эмитенты не являются резидентами.

Внешний рынок — рынок, на котором облигации размещаются среди инвесторов разных стран, вне юрисдикции какой-либо отдельной страны, они могут не регистрироваться и их андеррайтером являются международные синдикаты.

Глобальные облигации — долговые обязательства, одновременно размещаемые на рынках нескольких стран.

ЛИБОР — справочная процентная ставка лондонского межбанковского рынка, представляющая собой среднюю ставку предложения кредитных ресурсов на стандартный срок.

Бивалютные облигации — облигации, имеющие разные валюты выплаты купонов и номинала.

Конвертируемые облигации — облигации, которые могут быть конвертированы в другой тип активов.

Облигации с варрантами — облигации, предоставляющие возможность его владельцу право проведения с эмитентом иной сделки.

Базовая доходность — доходность казначейских ценных бумаг.

Спред доходности (премия за риск) — превышение доходности какой-либо облигации доходности государственной облигации.

Кредитный рейтинг — оценка способности эмитента исполнять в будущем принятые на себя обязательства.

Краткое содержание раздела

Национальный рынок включает в себя рынок местных облигаций и рынок иностранных облигаций.

Помимо внутреннего (национального) рынка облигаций существует также и внешний рынок, который ещё называют международным.

Мировой рынок облигаций может быть разделён на несколько блоков:

1. Долларовый блок (США, Канада, Австралия и Новая Зеландия).

2. Европейский блок, который, в свою очередь, делится на две группы:

(а) блок еврозоны, имеющий общую валюту (Германия, Франция, Голландия, Бельгия, Люксембург, Австрия, Италия, Испания, Финляндия, Португалия, Греция);

(б) страны, не принявшие евро (Норвегия, Дания, Швеция, Великобритания, Швейцария).

3. Япония.

4. Блок развивающихся стран.

На рынке еврооблигаций размещается несколько видов ценных бумаг:

1. Обычные купонные облигации с фиксированной ставкой (так называемые простые еврооблигации).

2. Ноты с плавающей купонной ставкой.

3. Бивалютные облигации.

4. Конвертируемые облигации.

5. Облигации с варрантами.

Финансовые рынки Азии (кроме Японии), Восточной Европы и Латинской Америки принято рассматривать в качестве развивающихся рынков.

Доступ инвесторов на рынок ценных бумаг с фиксированным доходом может осуществляться либо путём непосредственных операций с долговыми обязательствами, либо путём операций с так называемыми процентными деривативами, в основе которых лежат те или иные долговые обязательства. Как правило, номинал облигаций, особенно эмитируемых правительством, весьма велик. Это требует существенного отвлечения средств на такие операции. Однако деривативы, торгуемые на маржинальных принципах, открывают доступ на этот рынок «больших» денег даже частным инвесторам.

Ведущими торговыми площадками процентных деривативов являются внебиржевой рынок долговых обязательств, CME (Чикагская товарная биржа) и CBOT (Чикагская срочная товарная биржа). Также деривативы обращаются на основных биржах тех или иных стран. Наибольшие объёмы торгов сосредоточены на следующих контрактах: T-Bonds (США), T-Notes (США), T-Bills (США), EuroDollar (депозитные сертификаты на доллары США, размещённые на депозитах в коммерческих банках вне США), Gilt (Великобритания), EuroBobl (Европа), EuroBund (Европа), JGB (Япония).

На доходность облигации оказывает влияние множество факторов, в том числе: доходность сопоставимых инструментов, уровень безрисковой доходности, тип эмитента и его кредитное качество, срок до погашения, оговорки выпуска, условия налогообложения и ожидаемая ликвидность бумаги.

Одной из ключевых составляющих премии за риск является оценка эмитента исполнять в будущем принятые на себя обязательства (так называемый кредитный анализ). На практике кредитный анализ осуществляется инвестором самостоятельно либо, что более вероятно, инвестор опирается на результаты исследований так называемых рейтинговых компаний. Среди наиболее известных — Moody's Investors

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Service, Standard & Poor's Corporation и Fitch Rating. Все эти три рейтинговых компании используют буквенные символы для обозначения кредитного качества.

Стратегии управления портфелем облигаций также могут быть разделены на активные и пассивные. Активные стратегии базируются, например, на оценке таких перспективных факторов, как изменение процентных ставок, межрыночных спредов или кредитного рейтинга. Кроме указанных «фундаментальных» факторов в активном управлении портфелем могут применяться и методы технического анализа. Пассивная стратегия представлена, как правило, стратегией индексации.

Инвестирование в фонды облигаций позволяет не только передать функцию практического управления инвестициями профессиональным инвесторам, но и сформировать хорошо диверсифицированный инвестиционный портфель. Рынок коллективных инвестиций позволяет инвестору даже с небольшими средствами «вложиться» в широко диверсифицированный портфель облигаций, который при самостоятельном формировании был бы просто недоступен.

Материалы раздела

После изучения этого материала вы сможете:

- описать основные традиционные сегменты валютного рынка;
- иметь представление о факторах, способствующих росту популярности валютного рынка в инвестиционной деятельности;
- объяснить причины роста объёмов торгов на форексном рынке;
- иметь представление о мотивах участников форексного рынка;
- понимать принципы расчёта индекса доллара США;
- иметь представление о факторах, определяющих динамику валютного курса;
- понимать специфику технического анализа и принципы проведения фундаментального;
- охарактеризовать особенности формирования инвестиционного портфеля на основе инструментов валютного рынка.

Основные термины:

Форексный рынок — внебиржевой межбанковский валютный рынок.

Рынок спот — сегмент, на котором поставка валюты происходит на второй рабочий банковский день после дня проведения операции.

Форвардный сегмент — сегмент, на котором поставка валюты происходит более чем через два рабочих дня.

Сделки своп — сделки, подразумевающие проведение сразу двух операций (как правило, сделки спот и форвардной сделки).

Тренд — преобладающее движение цен.

Процентный дифференциал — разница между двумя процентными ставками.

Кэрри-трейд — стратегия, когда инвестор заимствует валюту с низкой процентной ставкой и занимает длинную позицию в валюте с более высокой процентной ставкой.

Хеджирование — проведение операции с производными финансовыми инструментами с целью нейтрализации риска изменения цены актива или финансового инструмента.

Волатильность — мера изменчивости цены.

Краткое содержание раздела

Кризис Бреттон-Вудской валютной системы в 1968 – 1973 годах привёл к отмене твердых и введению плавающих валютных курсов, определяемых на основе спроса и предложения участников рынка.

Для целей инвестирования основной интерес из валют с режимом свободного плавления представляют такие валюты, как доллар США, японская йена, английский фунт стерлингов, швейцарский франк, евро, канадский и австралийский доллары. По оценкам Банка международных расчётов, на данные валюты по итогам 2004 года приходилось 90% оборота всего валютного рынка.

Валютный рынок включает в себя внебиржевой межбанковский валютный рынок (форексный рынок) и локальные биржевые площадки.

На протяжении более чем трёх десятилетий развитию валютного рынка способствовали некоторые общемировые тенденции: рост внешней торговли между странами, развитие национальных и международных рынков капитала, постоянно повышающиеся объёмы торгов на рынках ценных бумаг и инвестирование на зарубежных рынках в целях диверсификации портфелей.

Международный характер валютного рынка привнёс свою специфику — отсутствие единого регулирующего органа и круглосуточный режим работы.

По данным Банка международных расчётов, среднесуточный оборот традиционного форексного рынка по всем его сегментам составил 1 773 млрд. долл. США в 2004 году.

На межбанковском форексном рынке выделяется несколько сегментов:

1. Рынок спот.
2. Форвардный сегмент.
3. Сделки своп.

Выделяются два основных фактора, способствовавших росту оборотов форексного рынка в последние годы: высокая степень трендовости основных валютных пар по сравнению с рынками традиционных активов и повышение роли операций на основе процентного дифференциала. Первый фактор способствовал развитию инвестиционных операций, второй — развитию стратегии кэрри-трейд.

Для частных лиц операции на форексном рынке доступны через маржинальные сделки и деривативы.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Перечень основных макроэкономических показателей, используемых в фундаментальном анализе, вытекает из роли валютного рынка в национальных и мировой экономиках и мотивов его участников. Первую группу показателей формируют показатели внешнеэкономической деятельности — представленные в стоимостном выражении экспорт, импорт и торговый баланс (разница между экспортом и импортом). Вторая группа показателей — процентные ставки центральных банков. Третья группа показателей — состояние разнообразных финансовых рынков. Четвёртая группа показателей — макроэкономическая ситуация в странах, по валютам которых проводится анализ. Пятая группа показателей — политическая ситуация в странах и конфликты, военные действия, природные катаклизмы, вероятность проявления террористической угрозы и т.п.

В среднем все валютные пары на долгосрочном горизонте движутся практически в одном направлении — за доллар США или против него. Однако мы можем наблюдать и существенные отклонения в скользящих значениях коэффициента корреляции. Это, в частности, говорит о присутствии (хоть кратко- и среднесрочном) национальных особенностей в «поведении» тех или иных валют. В результате, с учётом этих особенностей, может быть создан эффект диверсификации при работе на нескольких валютных парах.

Дополнительная диверсификация на валютном рынке может быть обеспечена за счёт применения нескольких торговых стратегий по отношению к одной или нескольким валютным парам. Причём стратегии могут отличаться как по среднему времени удержания позиции, так и по правилам проведения операций. Ставка при этом делается на то, что кривая доходности будет более сглажена при использовании нескольких стратегий. Следовательно, существует вероятность получения дохода при меньшем уровне риска (измеряемого, например, как максимальная просадка кривой доходности или стандартное отклонение доходности).

Материалы раздела

После изучения этого материала вы сможете:

- описать основные товарные группы;
- иметь представление о спецификации товарных фьючерсов;
- знать о площадках, на которых обращаются товарные деривативы;
- иметь представление о товарных индексах;
- иметь представление о факторах, определяющих динамику цен на товары.

Краткое содержание раздела

Выход на рынок товаров в инвестиционных целях доступен через ряд производных финансовых инструментов — фьючерсы, опционы и контракты на разницу. Все эти инструменты позволяют создать эффект рычага, благодаря которому даже незначительное движение в ценах может приносить весьма ощутимый результат.

Биржевые контракты сосредоточены на следующих крупнейших срочных биржах:

- Чикагская торговая биржа (Chicago Mercantile Exchange — CME);
- Чикагская торговая палата (Chicago Board of Trade — CBOT);
- Нью-Йоркская торговая палата (New York Board of Trade — NYBOT);
- Нью-Йоркская торговая биржа (New York Mercantile Exchange — NYMEX) и её подразделение COMEX (Commodity Exchange);
- Европейская биржа Euronext N.V., интегрирующая биржевые площадки стран Евросоюза. Торговля товарами, индексами и деривативами на них осуществляется благодаря приобретённой в 2002 году Лондонской международной бирже финансовых фьючерсов (London International Financial Futures Exchange — LIFFE);
- Лондонская биржа металлов (London Metal Exchange — LME);
- Международная нефтяная биржа (International Petroleum Exchange — IPE).

Помимо деривативов на товары, в операциях могут применяться и производные финансовые инструменты на индексы товарного рынка или специализированные товарные индексы (индексы отдельных товарных групп). Среди наиболее популярных — CRB, GSCI и DJ-AIGCI.

Помимо товарных индексов широкого набора товаров, существуют и специализированные индексы отдельных групп. Ярким примером выступает индекс LMEX (London Metal Exchange index contract), торги деривативами на который ведутся на Лондонской бирже металлов (LME).

Факторы, определяющие цены товаров, весьма разнообразны — начиная от реальных факторов спроса и предложения на товары и заканчивая влиянием инвесторов на этом рынке.

Материалы раздела

После изучения этого материала вы сможете:

- определить необходимость оценки эффективности инвестиций;
- иметь представление о принципах сопоставления инвестиционных результатов;
- получить представление о показателях оценки эффективности инвестиций;
- охарактеризовать роль номинальной и реальной доходности в оценке инвестиций.

Основные термины:

МИДД — максимальная просадка кривой доходности инвестора.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Стандартное отклонение — мера степени рассеяния (разброса) случайной величины относительно её среднего значения.

Профит фактор — показатель оценки эффективности активных инвестиционных стратегий, рассчитываемый как отношение валового дохода к валовому убытку от инвестиционных операций за некоторый период времени.

Фактор восстановления — показатель оценки эффективности инвестиций, определяемый как отношение чистой прибыли от инвестиций (в денежном выражении) к величине максимального падения кривой доходности (в денежном выражении).

Номинальная доходность — доходность, не очищенная от воздействия инфляции.

Реальная доходность — доходность, очищенная от инфляции.

Краткое содержание раздела

Оценка эффективности инвестиций может проводиться для следующих целей:

1. Необходимо оценить эффективность того или иного частного инвестора, инвестиционного фонда или конкретной торговой системы. Оценка при этом проводится на основе исторических данных.

2. Оценка эффективности производится в процессе инвестирования с целью соотнесения поставленной цели с фактически достигнутыми результатами. В идеале, фактические показатели должны совпадать с плановыми.

Оценка риска может быть произведена на основе расчёта МИДДА или стандартного отклонения.

Для оценки степени превосходства доходности портфеля над безрисковой процентной ставкой распространённой мерой является коэффициент Шарпа, представляющий собой меру избыточной доходности по отношению к общей изменчивости портфеля и определяемый по следующей формуле:

$$\text{Индекс Шарпа} = \frac{\text{доходность портфеля} - \text{безрисковая ставка}}{\text{стандартное отклонение портфеля}}$$

При оценке эффективности активных инвестиционных стратегий могут быть использованы следующие коэффициенты.

$$\text{Профит фактор} = \frac{\text{сумма положительных операций (ден.ед.)}}{\text{сумма отрицательных операций (ден.ед.)}}$$

$$\text{Фактор восстановления} = \frac{\text{чистая прибыль}}{MIDD}$$



Американская экономика: 2006 год

Источник: <http://www.polit.ru/lectures/2006/04/04/valdman.html>

Лекция Леонида Вальдмана.

Мы публикуем полную стенограмму лекции крупного американского и российского экономиста Леонида Вальдмана, прочитанной в клубе – литературном кафе Bilingua в рамках проекта «Публичные лекции «Полит.ру».

Американская экономика в российской жизни присутствует, во-первых, в связи с практическим интересом (что там с долларом, нашей второй валютой), во-вторых, в связи с духовными потребностями народа (интересно, когда, наконец, рухнет американский империализм). Леонид Вальдман, лишь в меру подтверждая самые лучшие опасения и по первому, и по второму пункту, на самом деле развернул свой фантастически широкий экономический инструментарий, интересный и сам по себе, и в связи анализом и прогнозом мировой экономики. Он объяснил, в частности, каким образом США выбрались из кризиса в начале 2000-х (благодаря финансовой политике в пользу корпораций и выводу промышленности в Китай) и чем за это заплатили (структурными ухудшениями экономики и долгами). В результате лекции Леонида Вальдмана может показаться, что мы понимаем американскую экономику существенно лучше, чем российскую, особенно, если учесть, что ряд таких инструментов экономического анализа, да и осуществления политики, у нас просто не работает.

Лекция

Леонид Вальдман (фото Н. Четвериковой) Вальдман: Я хотел бы вначале сделать несколько вступительных замечаний. Во-первых, поблагодарить хозяев за приглашение выступить здесь. Читаю эти

лекции в Интернете – получаю большое удовольствие, поэтому очень высоко ценю честь быть приглашенным выступить перед вами. Второе замечание, что называется, - пара слов для протокола. В анонсе было указано, что лекцию читает известный экономист Леонид Вальдман. По этому поводу я вспомнил, что когда-то мы с моим другом, экономистом Олегом Григорьевым, договорились, что экономисты бывают видные - это те, которые выше 185 см (Олег как раз «видный» экономист), бывают крупные – размер одежды от 54 (под это определение подходил уже я), бывают выдающиеся, которые сочетают и то, и другое. Я в силу завершения работы гормонов роста не мечтаю когда-либо достичь этого статуса, но хотел бы в случае если когда-нибудь будет составляться протокол сегодняшнего мероприятия, чтобы там было написано, что выступал не известный, но крупный экономист. Или наоборот, крупный, но неизвестный.

Лейбин: Договорились.

Вальдман: Спасибо. И третье вступительное замечание, обращенное непосредственно к вам. Спасибо вам большое, что вы пришли послушать хоть и крупного, но неизвестного экономиста. Я по этому поводу испытываю особое чувство ответственности перед вами, чтобы вам не было мучительно больно за бесцельно проведенный вечер. Я должен обязательно вам все как следует рассказать про американскую экономику, очень добросовестно, всеобъемлюще, дидактично.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Размышляя о том, как это сделать, я понял, что ни в какой мыслимый регламент такой добросовестный всеобъемлющий рассказ все-таки не вместить. Поэтому он будет по необходимости фрагментарный. Я постараюсь сконцентрировать внимание на тех вещах, которые мне представляются важными и ценными для понимания, и буду очень рассчитывать на ваши вопросы, которые помогут осветить те темные пятна в моей лекции, которые по необходимости, в силу регламента, возникнут. Вот с такого вступления я хотел бы начать.

Если характеризовать нынешнее положение американской экономики, то оно, в целом, на самом деле, выглядит довольно неплохо. Последний показатель инфляции, за февраль, – 0,1%. Рост ВВП, по последним данным, за четвертый квартал прошлого года – немножко слабоват, 1,6%, что ниже того, что было в предшествующих кварталах, но в целом статистика, которая идет сейчас, показывает, что в первом квартале этого года, данные о котором будут немного позже, должна быть заметно лучше, чем в четвертом квартале. Объем розничных продаж – очень неплохой. Безработица падает, сейчас она составляет 4,8%. И не только показатель уровня безработицы, но и все другие индикаторы рынка труда выглядят убедительно, это процесс яркий, полный, достаточно масштабный. 4,8% - это довольно опасная цифра, это уже довольно близко к реальной полной занятости, что всегда пугает экономистов, потому что, когда на рынке труда возникает напряжение, это условие для того, чтобы росла инфляция. Пока этого нет, и более того, рост доходов хотя и происходит, но достаточно замедленный, анемичный, не вызывающий пока серьезных опасений.

Конечно, яркой неприятной цифрой выглядит дефицит платежного баланса, за 2005 г. он составил 805 млрд долларов, и это 20-процентный рост по сравнению с предыдущим годом, что американскую экономику никак не украшает.

Если говорить о рынке недвижимости - это яркий рынок в Америке в последние годы. Здесь как раз мне придется сменить окраску оценки. Начинает меняться тренд, начинает складываться понижающая тенденция. Картинка еще достаточно путаная. Вообще, когда ломается тренд, никогда не бывает сразу яркой статистики, которая вас убеждает, что все уже пошло вверх или пошло вниз. На самом деле, при переломе тренда статистика бывает и «за», и «против», она какое-то время пребывает в неустойчивом положении. Но постепенно начинают превалировать те факторы, которые будут определять последующие тенденции. И сейчас уже можно говорить о том, что складывается тенденция понижения на рынке недвижимости, прежде всего жилищной недвижимости.

В Америке в последние несколько лет замечательный уровень производительности труда, редкий для той фазы, которую переживала экономика. Это тоже плюс. Если говорить о рынке акций, который вроде бы отражает состояние экономики (или предполагается, что должен его отражать), то он выглядит довольно неплохо. Практически все ведущие индексы либо достигли рекордных значений, либо находятся на близком от них расстоянии. Так что рынок в глазах инвесторов выглядит довольно неплохо.

И все-таки, если посмотреть, что положить на другую чашу весов, то это, прежде всего, ожидания финансовых рынков. Они выглядят достаточно блекло. Тот же самый рынок акций, о котором я только что говорил, что он стоит достаточно высоко, при всем при том остается сильно недооцененным, как по историческим меркам за последние 15-20 лет, по сравнению со своими собственными метриками, так и по сравнению с рынком облигаций, который выступает как альтернатива по использованию свободного капитала.

Даже если брать чисто денежные инструменты: срочные депозиты, депозитные сертификаты на короткие периоды – то и здесь вы по всем банкам, которые представляют такие предложения, можете увидеть вполне выраженную тенденцию: ставки процентов по 12-месячным депозитам,

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

как правило, либо намного лучше по сравнению с тем, что вам предлагают на 24, 36, 48 месяцев, или они не хуже. Если сейчас, пожалуй, лучшее предложение, которое я знаю на рынке годовых депозитных сертификатов, вам может дать порядка 5,18% за год, то тот же самый банк вам предложит за 24 месяца содержания ваших денег ставку только 4,3%. Это означает, что банки оценивают, что в перспективе по истечении горизонта в год ситуация на финансовых рынках будет выглядеть существенно хуже, и процентные ставки будут находиться ниже, что означает, что на самом деле экономика не выдержит высоких ставок.

С одной стороны, есть текущая статистика, которая выглядит вполне убедительно и благоприятно. С другой стороны, есть достаточно блеклое восприятие перспективы финансовых рынков инвесторами.

Для того чтобы понять, что сейчас происходит, нужно немного отойти назад, хотя бы на несколько лет, чтобы увидеть процесс в развитии. И я вам сейчас предложу такую короткую пробежку по периоду от начала века.

Как вы знаете, в 2001 г. в экономике США был короткий и мягкий спад - один квартал отрицательного значения роста ВВП. Но на самом деле динамика ВВП не совсем полно описывает состояние экономики. Слабость продолжалась и дальше, просто ВВП рос, а экономика все-таки оставалась слабой по целому ряду других индикаторов. Этот спад произошел как завершение очень длинной фазы роста экономики, продолжавшегося, по существу, с небольшими несущественными перерывами 18 лет.

Особенно во второй половине 90-х гг. американская экономика переживала бум инвестиций в самых разных областях. Было реализовано огромное количество инвестиционных проектов. Были созданы мощности практически во всех отраслях промышленности, которые убивали вообще какую-либо возможность для инфляции, потому что рынок становится высококонкурентен, это рынок покупателя, а не рынок продавца, который может диктовать вам цены.

И на излете этого тренда случилась еще несчастная проблема 2000 г., которая потребовала дополнительных инвестиций на случай, если что-то случится. Это был уже явный перебор со стороны корпораций, которые инвестировали, со стороны финансовых властей, которые старались заранее смягчить возможный спад, если что-то с этой компьютерной проблемой 2000 г. реально произойдет. Все это закончилось тем, что рост вдруг (как это всегда и бывает) остановился, а у компаний остались гигантские долги. Причем это долги не на оборот товаров, а долги, взятые под инвестиционные проекты, за которые надо рассчитываться продукцией, которую эти новые строящиеся предприятия должны производить, а вся ситуация на рынке, прогнозы будущего спроса изменились. То, что, предполагалось, вырастет вдвое – упало вдвое.

В этих условиях компаниям было чрезвычайно трудно найти быстрое решение проблем, по существу, рекапитализации своих балансов, оздоровления своей задолженности. Я не хочу сейчас вдаваться в подробности, как это происходило. Это предмет не сегодняшней лекции. Но эта задача наполняла последние несколько лет и была, на самом деле, блестяще выполнена благодаря целому ряду факторов.

Во-первых, корпорации провели санацию всех своих расходов, сильно снизили себестоимость продукции. Частично это было сделано за счет переноса огромного числа производств в Китай, услуг в Индию или другие страны с дешевой рабочей силой. В итоге это позволило сильно понизить себестоимость продукции, и корпорации на выходе получили замечательную стартовую точку для роста прибыли, как только тренд переменится. С другой стороны, федеральный резерв пришел на помощь всем и вся и начал активно снижать процентную ставку. На пике подъема в 2001 г., весной или в начале лета 2001 г. она была 6,75%. Целым рядом иногда резких и

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

решительных понижений федеральная резервная система понизила ставку в 2003 г. в последний раз до уровня 1%.

Это позволило решить огромное количество проблем. По существу, это был способ "утопить" долги в деньгах. Корпорации могли рефинансировать свои долги на более низких ставках, соответственно, облегчить их обслуживание. Население могло облегчить свое положение, поскольку многие потеряли работу или перспективу роста доходов, или же не потеряли работу, но частично потеряли заработок, исчезли бонусы, у кого-то пересмотрели ставки заработной платы. И люди довольно сильно воспользовались этим снижением процентной ставки через рефинансирование недвижимости. Подробности этого дела, если вас это будет интересовать, я оставляю на вопросы, потому что это длинный рассказ, как это делается. Но это реально многое позволило сделать.

Если взять стандартную семью выше среднего уровня с семейным бюджетом 100 тыс. долларов, то для нее понижение процентной ставки ипотечного кредита на четыре пункта, скажем, с 9% до 5% (это приблизительно нижняя точка, которая наблюдалась), означает, что эта семья получает дополнительно в семейный бюджет порядка 10 тыс. долларов в год, что очень много. Потому что считать нужно не против 100 тыс. долларов, которые составляют семейный бюджет. Из этих 100 тыс. долларов примерно 80 тыс. – это обязательные расходы на еду, на транспорт, на отопление и прочее. И остается более-менее свободных 20 тыс. И к этим 20 добавляются 10 тысяч. Считайте, что свободный доход, который можно тратить по-разному, увеличился в полтора раза просто за счет действий федерального резерва, стимулировавшего пересмотр ставок финансирования недвижимости.

Целым рядом мер удалось произвести оздоровление балансов корпораций без падения потребительских расходов. Это уникальная ситуация в истории американских циклов, когда спад, прежде всего в корпоративных прибылях, происходит без падения потребительского спроса. Но это то, что произошло. И более того, спрос на товары длительного пользования, например, на недвижимость или на автомобили, наоборот, регистрировал рекордные значения в этот период слабости экономики, что добавляло экзотики в эту картину.

Примерно к первому кварталу 2003 г. процесс оздоровления балансов корпораций в общем и целом был завершен, и экономика могла начать новый цикл. Оставалась только неуверенность, связанная с неясностями Иракской войны. Ожидали, что она начнется, но что она может вызвать: новые террористические акты на территории США или какие-то большие осложнения? Вот это и сдерживало деловых людей в запуске крупных инвестиционных проектов. Но как только война началась, рынок сразу стартовал. Исчезла последняя точка неопределенности. Получилось, что сам факт начала войны послужил стартовой точкой для роста рынка акций и самой экономики. Я бы не сказал, что сама по себе война оказала какое-то положительное воздействие на американскую экономику, но эта синхронная связка является фактом, который надо признать.

Таким образом смена тренда произошла, экономика начала расти. И последние годы мы видим этот рост экономики, он происходит в разных показателях по-разному. Если взять рост ВВП, за период 2001-2005 гг. он вырос на 26%. Если взять корпоративные прибыли за этот же период, они выросли почти на 75%. И найти "китайский след" в этом феномене совсем не трудно. По данным китайской статистики, в 2002 г. средняя зарплата китайского промышленного рабочего составляла 57 центов в час. Это в четыре раза меньше, чем в Бразилии или Мексике, - странах, которые тоже считались местом дешевой рабочей силы. Это в 10 раз ниже, чем в странах Юго-Восточной Азии, и это в 30 раз ниже, чем получает средний американский промышленный рабочий. Поэтому если вы переносите производство в Китай, на статью «затраты на персонал», которая в себестоимости любого товара, произведенного в США, является главной статьей

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

расходов, превышающей 50, а иногда и 60%, получаете такой запас прочности, что можете делать все, что угодно. У вас резко меняется положение. Именно здесь источник роста корпоративной прибыли для тех производств, которые перенесены в Китай.

Понятно, что нельзя все относить только на Китай, говорить, что только с ним связаны все факторы роста. Китай выступил очень важным, но не единственным фактором для роста корпоративной прибыли.

Характерная черта этого периода – довольно заметная инфляция оптовых цен, которая не превращается в инфляцию розничных цен. Это означает, что внутри самой системы цепочки предприятий происходит перераспределение этого дохода. Они внутри этой цепочки поставщиков и потребителей регулируют свои нормы прибыли и там же утрясают возрастающие издержки, в том числе на энергоносители (с чем вы все из своего опыта знакомы), в розничную инфляцию этого не передается. И до сих пор розничная инфляция в Америке остается очень сдержанной. Все время остается опасность, что она вот-вот начнет пробиваться. Она пробивается в том, что касается, естественно, энергоресурсов или таких изменчивых показателей, как, например, продукты питания. Но за пределами этих так называемых волатильных статей основная потребительская корзина остается стабильной в ценовом выражении.

Как только завершилась фаза рекапитализации, санации корпоративных балансов, федеральный резерв сразу прекратил понижать процентную ставку. Ниже уровня в 1% невозможно ее снижать. Япония, правда, это сделала, но это дорогое мероприятие, потому что оно разрушает целый ряд финансовых рынков, и это опасно делать. К этому можно идти от большой безвыходности. В определенном смысле 1% - это "уровень пола". И от этого "пола" федеральный резерв начал поднимать процентную ставку. Позавчера было последнее заседание федерального резерва, где они в 15-ый раз подняли процентную ставку на четверть пункта, на 0,25%. Эти ступенчатые повышения начались не в 2003 г. Тогда они прекратили понижать ставку. Еще год федеральный резерв ничего не делал с процентной ставкой, давал экономике встать на ноги и только потом начал постепенно поднимать. И продолжает этот подъем. И не знаю, где он остановится.

Как я говорил, очень яркое явление в экономике США последних лет – это рост стоимости жилой недвижимости. За тот же период, казалось бы, слабости в экономике США жилая недвижимость в оценке, которая принимается в федеральной отчетности, суммарно выросла с суммы в 12,5 триллиона долларов до 19,8 триллиона долларов. Если бы вы захотели купить всю американскую жилую недвижимость, вот сумма, которую вам надо было бы за это заплатить по рыночным ценам. Это очень мощный рост. Естественно, он происходит с мощным ростом задолженности населением по ипотечным кредитам, поскольку по-другому невозможно.

Легко показать, как то же самое снижение процентной ставки с 9% до 5% по ипотеке (само по себе, без других факторов) способно обеспечить рост стоимости недвижимости в полтора раза. А если к этому добавить еще другие, довольно экзотические формы стимулирования этого рынка, как экзотические формы кредитов или рефинансирование с увеличением суммы долга, то можно еще больше увеличить стоимость недвижимости. Это то, что произошло.

И когда мы смотрим на американские долги, нужно понимать, что люди приобрели недвижимость по ставкам, которые исключительно низки в исторической перспективе. Сама ставка федерального резерва в 1% - это была самая низкая ставка за предшествующие 46 лет, т.е. это очень редкое явление. Ставки по ипотеке точно так же очень низкие. Для людей это экономически очень целесообразное поведение. Когда дают дешево – брать больше, когда спрашивают дорого – ограничивать себя в спросе на деньги, на кредит и т.д. В этом смысле,

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

поведение не аномально, оно экономически целесообразно. Но выражается оно в сильном росте задолженности.

Теперь я хотел бы посмотреть, как формируется новый экономический цикл в США, сейчас, в условиях того, что произошло в последние годы. Характерная черта в этом цикле - если вы регулярно читаете экономическую статистику, то вы быстро убеждаетесь, что если продолжать смотреть на экономику США только как на экономику США, то вы перестаете понимать, что происходит. Эту экономику уже нельзя понимать в чисто страновой модели, нужно расширять границы, хотя бы добавлять в эту картину еще Китай. А лучше рассматривать экономику как глобальную, и тогда становятся понятны многие процессы, которые происходят в самой американской экономике.

Скажем, как стандартно выглядит переход из восстановительной фазы цикла в фазу роста. Неважно по какой причине формируется дополнительный потребительский спрос. Он вызывает потребность у магазинов, которые удовлетворяют спрос населения, сделать дополнительные заказы промышленности на производство товаров. Промышленность, чтобы удовлетворить этот дополнительный спрос, расширяет производство, нанимает дополнительную рабочую силу. Раз нанимает дополнительную рабочую силу, значит, платит ей зарплату, таким образом формирует некоторый дополнительный потребительский доход, который может выразиться в новом потребительском расходе, т.е. эти деньги будут предъявлены в магазинах для покупки товаров. И получается, что здесь запускается своего рода усилитель роста, мультипликатор, который разгоняет этот процесс и позволяет перевести экономику из фазы восстановления в фазу активного роста.

Но то, что произошло в последние годы с массовым (действительно массовым!) выносом производства товаров в Китай, разорвало эту картинку. Если формируется дополнительный потребительский спрос, то удовлетворяется-то он в Китае. Это в Китае нужно нанять дополнительных рабочих, это там нужно заплатить зарплату, это там, может быть, произойдет рост. А в Америке этот предъявленный потребительский спрос не превращается в дополнительный потребительский доход.

Леонид Вальдман (фото Н. Четвериковой) Именно поэтому становится понятно, почему такая анемичная картинка по росту занятости - несколько лет экономика вроде восстанавливается, но без создания новых рабочих мест). Понятно, почему мощный рост производительности труда, - потому что, если не нанимать дополнительных рабочих, а возлагать на них дополнительные функции, то в итоге у вас получится рост производительности труда. Понятно, почему такой анемичный рост доходов населения – потому что они формируются теперь в Китае. Понятно, почему происходят некоторые вещи с валютой – потому что таким образом и сбережения формируются в Китае, а расходы формируются в Америке. Это в некотором смысле определяет ситуацию на валютном рынке (к этому я еще дополнительно вернусь).

А чем оплачивать эти дополнительно произведенные в Китае товары? Хорошо было бы так, как это обычно бывает в новом цикле роста экономики. Обычно во время кризисов выпадают самые слабые отрасли. Слабые, устаревшие отрасли выдавливаются из экономики именно потому, что они неэффективны. И кризис – это важный механизм очищения структуры экономики от неэффективных отраслей. Они куда-то деваются: либо совсем исчезают, либо переносятся в другие страны. А на их месте появляются новые отрасли, как правило, высокотехнологичные, связанные с большими надеждами, куда инвесторы с удовольствием дают деньги. Эти деньги используются на найм персонала, обучение, на всю работу, которая нужна для того, чтобы раскрутить эти новые отрасли. Еще одна характеристика экономического цикла, который мы сейчас наблюдаем, состоит в том, что в этом цикле никаких новых отраслей в американской

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

экономике не появилось. В первый раз не произошло замещение выбывших производств новыми, более качественными, более высокотехнологичными. С одной стороны, рабочие места уехали в Китай и, как сейчас стало понятно, уехали навсегда. Когда еще уменьшится разрыв между 57 центами за час и 15 с гаком долларов за час – ставки зарплаты промышленного рабочего Китая и США. Никакими валютными корректировками вы в близкой перспективе это изменить не сможете и должны из практических соображений считать, что эти рабочие места уехали навсегда. А с другой стороны, люди, которые высвободились с этих производств в Америке, не нашли себе работу в новых высокотехнологичных отраслях, поскольку их не создано, значит, они должны были взять работу менее квалифицированную и, соответственно, менее оплачиваемую. В итоге еще одно существенное наблюдение из текущего экономического цикла - это то, что структура экономики по качеству ухудшается. Это та плата, которую нужно было сделать, для того чтобы этот спад прошел мягко, а корпорации, наделав безумных долгов, при этом не обанкротились, вышли сухими из воды. Ничего бесплатного не бывает. За это Америка довольно дорого заплатила, просто цена специфическая.

Отсюда, чтобы не нарушать сильно регламент, я сделаю скачок и перейду к процентным ставкам, а оттуда - к валюте. Итак, когда федеральный резерв понижал процентную ставку, все остальные ставки на рынке следовали за ним. Это выражалось, в частности, в том, что существенные для экономической конъюнктуры ставки по ипотеке значительно падали и позволили произвести многократные рефинансирования, улучшить семейные бюджеты и сделать массу других вещей.

Когда федеральный резерв начал поднимать процентные ставки, казалось бы, картинка должна теперь развернуться в обратную сторону и набрать противоположную динамику – ан нет, этого не произошло, или происходит, но в гораздо менее выраженном виде. Если корреляция между ставкой федерального резерва в период понижения со всеми остальными ставками на рынке была довольно высокая, сейчас она почти никакая или очень маленькая, я бы сказал, 0,2-0,3, а в период спада ее можно было считать в 0,8-0,9. Почему?

Сам по себе этот феномен вызвал к жизни знаменитую ремарку ушедшего в отставку председателя федерального бюджета Алана Гринспена о том, что рынки облигаций ведут себя загадочно. Сменивший его на посту Бен Бернанке, только недавно вступивший в должность, высказал по этому поводу гипотезу, что никакой загадки здесь нет, просто речь идет о том, что в глобальной экономике есть избыточность сбережений, и эти сбережения давят на процентные ставки в США. В рамках этого рассуждения, я думаю, и следует посмотреть, что же эти феномены вызывает, скажем, на валютных операциях.

Я понимаю, что валютная тема в российской дискуссии об американских проблемах – особо животрепещущая, поскольку многие являются держателями этой валюты или интересантами по этому поводу. Я не могу выступать с прогнозами типа "что случится?", "будет выше или ниже?". Я не такой умный, чтобы заниматься прогнозами будущего курса доллара.

Мне важно другое – предложить для обсуждения ряд соображений, которые нужно, размышляя на эту тему, иметь в виду. Во-первых, валюта – это относительная ценность. Вы всегда ее меряете по отношению к чему-то другому, будь то цена золота, рубля, евро, йены, швейцарского франка, например. Поэтому, когда вы размышляете о том, что происходит с долларом, надо смотреть, что происходит с другими валютами, ценностями, по отношению к которым он измеряется.

В этой связи я хотел напомнить присутствующим некоторые факты из поведения других участников этого валютного процесса. Во-первых, после азиатского кризиса 1997 г. и российского дефолта 1998 г. в большом числе стран с развивающейся экономикой и в первую очередь

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

экспортно-ориентированной экономикой произошел определенный поворот. Они, довольно сильно поплатившись разнообразными экономическими проблемами за кризис, стали бережно заниматься коллекционированием американских денежных знаков, укреплять валютную базу центральных банков, укреплять резервы, укрепляя тем самым свою банковскую систему в целом. И это способствовало растущему спросу на доллары.

Перевод в период спада массы производств в Китай вызвал там наплыв долларов. А поскольку китайский юань фиксирован по отношению к доллару (только сейчас происходит некоторая эрозия этого фиксированного курса), то Центральный Банк Китая должен был, обеспечивая стабильность этого курса, скупать доллары на рынке и что-то дальше с ними делать. А что можно делать с долларами? На них можно купить долларовые активы. Центральный Банк не может покупать акции какого-нибудь предприятия – это неправильно. Но покупать правительственные облигации США или активы, которые близки к нему по уровню надежности, он может, и он это делает. И это означает, что опять-таки формируется спрос на американскую валюту и на американские долговые инструменты.

В период этой слабости экономики очень ярким участником валютных игр была Япония. Как вы знаете, Япония очень длительный период находилась в состоянии дефляции. Единственным светлым пятном в ее экономике был экспортный сектор: производство компьютеров, электроники, промышленного оборудования, автомобилей. А если доллар падает по отношению к йене, то это наносит, конечно, сразу удар по конкурентоспособности японских товаров. Японский Центральный Банк, защищая конкурентоспособность своей промышленности, занимался совершенно фантастическими по масштабам интервенциями на валютном рынке, скупая доллары и опять-таки направляя их обратно в США, покупая облигации американского правительства.

Также пикантное положение было у Европейского Союза. Он попал в такую же ситуацию, как Япония: доллар падает, и конкурентоспособность теперь уже европейских компаний падает с падением доллара. Высок соблазн заниматься тем же самым, чем и Япония, но Европейский Союз выбрал ассиметричный ответ. Для европейцев, по-моему, стратегически неправильная задача поддерживать американский бюджет и финансировать американский государственный долг. Их ассиметричный ответ выразился в том, что они стали раздувать массу евро так, что вызвали к жизни вопросы о здоровье не только доллара, но и евро. Это помогло несколько улучшить соотношение доллара и евро на рынке. Понятно, что это не просто чистое "раздувание". Есть и объективные факторы, которые стоят за ростом денежной массы в европейской зоне. Но так или иначе именно денежная "накачка" привела к тому, что соотношение доллара и евро изменилось, и поменялся тренд.

Еще одним участником международных валютных игр являются, естественно, страны – производители нефти, газа, других весьма полезных ископаемых. Они выступили большими получателями огромных долларовых масс. На примере России вы знаете, как нелегко распорядиться нежданно нахлынувшим счастьем, и Стабилизационный фонд, который продолжает расти день ото дня, тем и занимается, что поддерживает американскую экономику, поддерживает американский правительственный долг. И понятно, что до тех пор пока не будет изменена идеология использования этих средств, именно это и будет происходить.

В такой картинке, с таким поведением не только Америки, но и других участников международного валютного рынка я бы хотел, чтобы вы посмотрели на ту ситуацию, которая на рынке складывается.

Я бы только хотел здесь сделать одно уточнение. Мне надо ввести понятие carry trade – Например, на конец февраля этого года процентная ставка по долгосрочным облигациям в Японии была близка к нулю, немножко выше нуля, но не очень далеко. А ставка федерального

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

резерва повлияла на рост ставок по облигациям США с длинными сроками погашения. Вы можете получить на 30-летних американских правительственных облигациях доход порядка 4,7%.

Японские пенсионеры имеют все основания обменять все йены на доллары и отправить их не в японский государственный долг, который дает ноль на вложенные средства, а в американский государственный долг, который дает 4,7%. А в Швейцарии процентная ставка на тот же момент была 1%. Точно так же очень правильно перенести сбережения в Америку или, если их у вас нет, то одолжить деньги и вложить их в США. Этот перенос средств на сопоставимых облигациях, но очень сильно различающихся по доходности, и называется carry trade.

Она может происходить и по-другому, со ставками с разными сроками погашения. Вы одалживаете на год. И если вы знаете, что федеральный резерв на самом деле ничего не будет делать, целый год будет держать ставку на месте, вы спокойно можете одолжить деньги на год под более низкий процент, а разместить эти деньги в длинные, долгосрочные облигации под более высокий процент. И разница ваша. Вашего капитала там может быть совсем немного. Но в итоге все это формирует дополнительный спрос на доллары.

В свою очередь американские инвесторы тоже бегают по миру, ищут, где бы им разместить свои деньги. Какой же им смысл вкладывать в японские облигации и получить на этом ноль, если только они не считают, что произойдет что-то драматическое с курсом йены по отношению к доллару. А так, если этот курс стабилен, то никакого смысла нет. Зато есть смысл, например, инвестировать свои деньги в австралийские правительственные облигации или в новозеландские, где можно получить 7,75% против 4,7% США. Или, скажем, в Исландии, где можно получить 10,7%. Заметьте, что куда-нибудь в развивающиеся страны не бегают, бегают в страны с европейской юридической системой, с юридической защитой капитала, в приличные страны, в Норвегию, например. В общем, этот спрос в значительной степени спекулятивный. Он очень сильно накладывается на картинку курсов валют и влияет на нее.

Сейчас произошло важное изменение. Федеральный резерв, как я говорил, уже 15 раз поднял процентную ставку, и к нему присоединились другие центральные банки. Именно потому, что присоединяются другие центральные банки, это может убить carry trade, где работают, в основном, спекулянты, и это может повлиять и на процентные ставки, и на курсы валют. Этот процесс начался в Банке Англии. В этот же повышательный тренд включилась Швейцария, включился Европейский Союз (там, правда, ставка отстает от Америки, сейчас она 2,5% при 4,75% в США). Так или иначе, повышательная стадия началась.

И буквально на прошлой неделе японский Центральный Банк объявил, что он также заканчивает многолетнюю политику нулевой процентной ставки и готов к повышательной фазе. Он заранее сообщает это рынку, чтобы ни для кого это не было неожиданностью. Это очень важный момент, который будет определять динамику валютных процессов в ближайшие годы. Ничего не произойдет внезапно. Рынок сейчас оценивает, что ставка Центрального Банка Японии к концу этого десятилетия вырастет до уровня 2,5%. Поэтому ничего страшного, драматического не произойдет.

На секунду отвлеку ваше внимание от американской проблемы. Хотел бы обратить внимание на совершенно новое явление в этом цикле. Американская и европейская экономики имеют очень высокий, растущий уровень долгов. Но драматически изменилась ситуация в развивающихся странах. Страны, которые долго были реципиентами финансовой помощи, сидели по уши в долгах, сейчас успешно гасят долги, их облигации высоко котируются, за ними бегают. Они выглядят лучше, во многом кредитуют развитые страны. Это не только страны – экспортеры нефти, это Латинская Америка. Я был удивлен, обнаружив, что даже Африка (Африка в целом) имеет положительный платежный баланс, т.е. она кредитует остальной мир.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Сейчас естественен вопрос, для кого нужны Международный валютный фонд, Мировой Банк, кто их нынешние клиенты. У них определенный кризис жанра. Я не думаю, что они начнут заниматься оздоровлением экономик США и Европы. Хотел бы я посмотреть, как Америка будет воспринимать рекомендации Международного валютного фонда, которые он в свое время давал России. Когда в Америке возникли экономические трудности, она действовала ровно по противоположным рекомендациям, не проциклическим, а контрциклическим. Я думаю, что до этого не дойдет. Но роль международных финансовых институтов сейчас немного зависла. Это маленькое наблюдение, отступление в сторону.

Сейчас я хотел бы перейти к проблемам американской экономики, как они выглядят в ближайшей перспективе год-два, 2006-2007 гг., и долгосрочным экономическим проблемам. Риск 2006 г. прежде всего связан, конечно, с продолжением подъема процентных ставок в США. Это всегда очень опасный процесс. Когда Центральный Банк поднимает процентные ставки, он кончает тем, что гробит экономику, отправив ее в новую рецессию. И для таких опасений есть основания. Экономика США очень большая и сложная, она даже не кончается пределами США, по существу, это глобальная экономика. Доля международной торговли в глобальном валовом национальном продукте теперь составляет 30%, а это означает, что это уже глобальная экономика, и бессмысленно ее рассматривать в страновых моделях.

В таких гигантских масштабах центральному банку любой страны очень трудно принимать решения. Я недавно видел оценки Центрального Банка Швейцарии, который считает, что их партнеры в США, федеральная резервная система, имеет лаг в три года. Это означает, что, если вы сегодня поднимаете ставку на четверть процента, как это сделал федеральный резерв позавчера, то эффект от изменения этой процентной ставки окончательно станет ясен, по мнению Швейцарского ЦБ, только через три года. Представляете, что с нами было бы на дорогах, если бы мы тормозили, зная, что тормоза наши сработают через три года, как бы мы вели себя на дороге. Это довольно слепое управление.

Именно такую задачу должен решать ЦБ, и ошибиться – пара пустяков. А хватить лишку и отправить экономику на уровень процентной ставки, который она уже не может выдержать, – очень легко и просто. И пока продолжается подъем процентной ставки, инвесторы очень нервничают, они очень боятся, что именно этим дело и кончится. Еще больше они будут бояться тогда, когда федеральный резерв закончит поднимать процентную ставку. Потому что сам факт того, что он закончил, означает, что он признал, что дальше уже опасно поднимать, дальше уже надо менять тренд, может быть, посмотреть, когда начинать снижать. Это, значит, уже плохо. Это означает, что основания быть оптимистом еще дальше удалены во времени. Уже когда разразится несчастье, на обломках можно будет снова становиться оптимистом.

А инвестиции (когда-то мой приятель дал правильное определение) – это материализованный оптимизм. Если вы посмотрите на профессиональных инвесторов, они все очень оптимистичные люди, это их профессиональная черта, может быть, их так и отбирают. Я боюсь, что даже нынешний председатель федерального резерва, тоже очень оптимистичный человек, Бен Бернанке делает иногда заявления типа «нам море – по колено». Сомневаюсь, что ему удастся провести на этом посту такой длинный срок, как его предшественнику. Но это то, с чем нам всем придется жить.

Ситуация с долгами. Американские долги выглядят страшно сами по себе. Но если вы начнете их соизмерять с долгами других стран или с американскими долгами в другие периоды, в соотношении с объемом экономики... Как в старом анекдоте: ну, ужас, но не ужас-ужас. Конечно, финансовая политика, которую проводила администрация Буша в последние годы, избыточно стимулятивна. Избыточно. Про второй налоговый пакет, который был принят, уже Гринспен

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

говорил, что не нужно, экономика уже оклемавается сама по себе, это лишнее. Но на самом деле администрация Буша действовала не столько из конъюнктурных соображений, что нужно делать в условиях экономического спада. Она под сурдинку реализовывала экономическую программу консерваторов в видении того, как должна функционировать государственная фискальная политика, как должны выглядеть государственные долги и т.д.

Надо сказать, что фискальная политика Буша была не совсем безосновательна. Если внимательно посмотреть на ситуацию, которая складывалась в последние годы Клинтона, она тоже была ненормальной, просто в другую сторону. В последние клинтоновские годы расходы бюджета были на исторически очень низком уровне, а доходы бюджета были на исторически очень высоком уровне. Это говорит, что государству на самом деле столько денег не нужно, налоговые ставки избыточны, государство берет лишнее.

И Буш, собственно, с этим и пришел: не надо этого лишнего. Потому что как только эти деньги попадут государству, они будут неэффективно истрачены. Этот процесс не уникален для России, он универсален по всему миру, везде государственное управление деньгами хуже частного. Но Буш перестарался, и в результате его действий ситуация стала зеркальной. В период экономического спада доходы бюджета стали на уровне исторических минимумов, а расходы на уровне исторических максимумов.

Сейчас ситуация немного улучшается, рост корпоративных прибылей привел к тому, что и налоги стали поступать в казну в больших размерах. Американские долги при ближайшем рассмотрении не выглядят так страшно. Если взять сравнение в международном плане, американские долги в сравнении с долей государственных долгов в ВВП, скажем, Японии, в Америке это 60%, а в Японии – 150%. Я сейчас цифры немного округляю, но порядок величин такой. В Германии – чуть больше 60%, во Франции – 65%, а в Америке сейчас, при плохом состоянии американских государственных финансов, – аж 60%. На международном фоне не так страшно.

Страшны не столько американские долги в этих соотносительных измерениях, страшно другое – достаточно бледно выглядит перспектива. Америка плохо подходит к тем периодам, когда нагрузки на государственный бюджет будут существенно возрастать, впереди демографический кризис, он совсем близко. По американскому законодательству частичное использование накопленных пенсионных бенефитов начинается с возраста 62 года, а выход на пенсию в 65 лет. И кризис начнется тогда, когда то, что называется baby-boomers, т.е. послевоенное поколение, начнет уходить на пенсию, т.е. первые признаки появятся с 2008 г., а это через полтора года. На самом деле, в бюджете, который будет приниматься в следующем году, будут находиться те возрастающие расходы, которые связаны с этим демографическим провалом. Дальше они будут расти очень мощно. И хорошо было бы к этому периоду подходить в гораздо лучше финансовом состоянии, чем Америка сейчас подходит. Вот это плохо.

Точно так же американские долги выглядят не замечательно с учетом того, что структура экономики стала хуже. Да, Америка уже много десятилетий сокращает промышленный сектор у себя. Популярный биржевой индекс Dow Jones Industrial, он исторический, это памятник американского капитализма индустриальной эпохи. Я немного утрирую, но, в принципе, в большей своей части компании, включенные в этот индекс, не представляют настоящее ядро современной американской экономики. А в целом структура экономики ухудшается.

Отсюда легко перейти к долгосрочным проблемам, которые у Америки есть. Как я сказал, прежде всего это демографическая проблема.

Является ли и инфляция долгосрочной проблемой? Инфляция – загадочная вещь. На самом деле, та мягкая монетарная политика, которую проводил и как философию исповедовал

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

федеральный резерв в последние десятилетия при Гринспене и даже немного раньше, с необходимостью стимулирует очень мощный инвестиционный поток, очень мощный инвестиционный процесс. В результате она стимулирует создание экономики и сейчас уже глобальной экономики, где избыток производственных мощностей, где высококонкурентная среда, которая сама по себе блокирует инфляционный потенциал. Насколько видит глаз, инфляционный потенциал выглядит сдержанным.

Другое дело, что если начнутся какие-нибудь сильные пертурбации. Ситуация, которая складывается в отношениях между Америкой и Китаем, часть Америки устраивает, а часть Америки совершенно не устраивает. Потому что что там происходит? Америка экспортирует рабочие места, ноу-хау, навыки организации производства, долги. А импортирует она сбережения и промышленные товары. В итоге Китай за американские деньги строит лучшую в мире экономику. Америка это оплачивает. Она, разумеется, пользуется плодами дешевого китайского труда, но сколько бы китайцам пришлось заплатить, чтобы без американской помощи построить такую экономику? По-моему, ее вообще нельзя было бы построить.

Но в итоге между Америкой и Китаем создается определенное напряжение. Сейчас оно выражается в том, что сегодня (30 марта) предполагалось голосование в Конгрессе по законопроекту о наложении тотального тарифа в размере 27,5% на все китайские товары, если Китай не отпустит юань в свободное плавание, что позволит несколько сократить разрыв потенциалов, который возникает при фиксации курсов. Представьте на минуту, что это проявление протекционизма произошло. Это означает, что китайские товары должны продаваться в Америке существенно дороже. Это инфляционное действие? Да, инфляционное. Способствует оно возврату рабочих мест? В короткой перспективе – несколько, а в среднесрочной – может быть. Насколько? Я не берусь оценить. Это я к примеру о тех пертурбациях, которые могут изменить инфляционную перспективу в Америке.

Леонид Вальдман (фото Н. Четвериковой) Последнее – это угроза рецессии. Как я уже говорил, нынешний председатель федерального резерва Бен Бернанке – очень оптимистичный экономист. Он на прошлой неделе как раз выступал по очень животрепещущим темам американского экономического цикла, опять-таки про процентные ставки (я с ними вам уже, наверное, надоел).

Есть такое понятие – перевернутая кривая доходности. Нормально, что когда вы вкладываете деньги в облигации на год, вы получаете один процент, а если вы вкладываете на два года, вы, вроде, должны получить более высокий процент, на десять лет – еще более высокий, на тридцать лет – еще более высокий. Если это соотношение нарушается и доходность по облигациям с более коротким сроком погашения выше, чем по облигациям с более длинным сроком погашения, такая кривая доходности называется перевернутой. А история экономических циклов в США показывает, что всегда, когда вы видите этот знак на рынке облигаций, за ним с интервалом 12-18 месяцев следует рецессия. Пока не было ни одного исключения из этого правила.

Сначала Гринспен, теперь Бен Бернанке говорил: «Сейчас все по-другому. Вы напрасно на это так внимательно смотрите. Все теперь изменилось». Почему? Бен Бернанке, выступая на прошлой неделе, привел по этому поводу два аргумента. Он сказал: «Во-первых, раньше, когда наблюдались перевернутые кривые доходности, сами ставки доходности по облигациям были существенно выше, чем сейчас, не 4% с лишним, а 6-7% с лишним. Тогда, действительно, перевертывание кривой свидетельствует, что ставки процентов уже рестриктивные, т.е. они запирают рост, и экономика дальше должна перейти в рецессию. А сейчас ставки существенно ниже, поэтому чего опасаться...»

На мой взгляд, аргумент довольно слабый. Потому что в домашних хозяйствах – гигантские долги, исторически максимальные, и правительственные долги тоже запредельны. Обслуживать

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

такую задолженность становится очень больно при существенно более низком уровне процентных ставок, чем наблюдается в обычной экономике. Т.е. "порог чувствительности" понизился. Поэтому мне кажется, что аргумент Бернанке не очень работает.

Другой аргумент, который он приводит: «Вы посмотрите на спреды, т.е. разницу между, скажем, доходностью правительственной облигации на 10 лет и доходностями облигаций каких-то крупных компаний, например, General Electric, на 10 лет. Риски по долгам правительства США до сих пор считаются нулевыми, а по всем остальным заемщикам они отличны от нуля, даже по самым крепким, как General Electric. Спреды, разрывы между доходностью правительственных и корпоративных облигаций, сейчас очень низкие, что само по себе должно свидетельствовать о том, что рынок с оптимизмом оценивает перспективу корпораций, и, соответственно, не надо так уж убиваться по поводу перевернутой».

Это, на мой взгляд, еще один слабый аргумент. Потому что сейчас в силу оздоровления корпоративных балансов в последние годы долги корпораций выглядят намного лучше, чем правительственные долги. Поэтому я бы не рассчитывал на это, как на палочку-выручалочку.

Риск может быть совершенно неожиданным. Например, в условиях глобализации мировой торговли, производства, сбережений, финансовых рынков, такой риск, как риск пандемии, птичьего гриппа, может много чего нарушить. В экономике, где все поставки рассчитаны just in time, чтобы ни у кого не было лишних запасов, и все глобально, по всему миру, перемещается по часовому графику, любые нарушения (а тут будут необходимы карантинные) могут разрушить ткань мировой торговли, мирового производства и обмена очень легко и просто.

Собственно, сама эта эпидемия может оказаться разрушительной. Я видел оценки бюджетного офиса Конгресса США, который по запросу Конгресса сделал два сценария того, что может происходить в Америке: тяжелый и мягкий варианты. При тяжелом варианте заболевает 150 млн человек, из которых умирает 5 млн человек. Экономика падает на 5%. Мягкий вариант: заболевает 90 млн человек, умирает 100 тыс. человек, экономика падает на 1,5%. И это Америка, самая самодостаточная страна в мире.

Я воспринимаю эти риски как довольно высокие. Может возникнуть мировая катастрофа, запускаящая массу других разрушений в экономической ткани.

Но в целом я воспринимаю с оптимизмом то, что будет происходить в Америке. Америка когда-то должна научиться жить по средствам, жить на то, что она сама зарабатывает, и вернуться к тем ценностям, которые у нее когда-то были, но из-за благополучной жизни куда-то делись. Это мой вариант экономического оптимизма.

На этом я, наверное, завершу. Я старался, как мог, но все равно перебрал регламент. Очень рассчитываю на ваши вопросы.

Обсуждение

Лейбин: Правильно ли я понял, что если не возникнет катастрофических вещей типа птичьего гриппа или чудовищного конфликта с Китаем, то мировая экономика с американской в центре резким образом не изменит свои правила игры, а Америка будет решать свои проблемы, но на принципиальном устройстве мировой экономики это не отразится?

Вальдман: Я думаю, что будет происходить некоторый контрпроцесс тому, что наблюдалось в последние годы. Например, рост протекционизма в Америке – это вещь, которая для Америки даже странно выглядит. Как сказал один сенатор: «Я считал, что глобализация – это для нас хорошая вещь, поскольку мы самые крутые парни в деревне, и мы от этих правил больше всех выиграем. А раз нет, то я снова должен передумать на эту тему». Это то, что происходит в американской ментальности, – передумывать снова. И протекционизм – проявление этого. Я думаю, что и политический курс сдвинется под это изменение ментальности. Немного подвинут

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

корпорации, уж слишком сильно администрация Буша помогает корпорациям, больше, чем следовало бы.

Поэтому будет контрнаступление, будет выравнивание, будет попытка перераспределить ресурсы внутри системы и, соответственно, защищать домашнее производство, ограничивая международную торговлю. Я не думаю, что это может выразиться в каких-то очень глобальных конфликтах, но вектор немного сдвинется. Потому что если дать тенденции, как она развивается сейчас, развиваться дальше в неопределенном периоде времени, разумеется, США являются бенефициаром такой экономики только в краткосрочном периоде. Поэтому я думаю, что будет контрдвижение, не катаклизм, но контрдвижение, поправка.

Лейбин: Теперь я задам вопрос в политически активной форме, может быть, я не верен по жанру сегодняшнего разговора. Был упомянут наш Стабфонд как кредитующий мировую экономику, и была упомянута Европа как сыгравшая другую роль, чем Япония. Каков экономический люфт у стран, которые не стоят в центре мировой экономики, т.е. не у Америки? Может ли кто-то из них, Европа или Китай, сыграть на изменении правил игры, и каковы возможности у тех, кто сыграть на изменении правил пока не мечтает, например, у России, по отношению к лишним нефтяным деньгам и Америке?

Вальдман: Про российскую экономику я теперь только в газетах читаю, не очень в ней разбираюсь и не беру на себя смелость. Если советы постороннего, разумеется, Россия, как и другие страны-экспортеры полезных ресурсов и все прочие развивающиеся страны сейчас финансово выглядят лучше. Вопрос, что происходит дальше с самой экономикой, является ли это основанием для внутреннего роста. Это дилемма, которую власти здесь решают. Не нужно оглядываться на то, что происходит в мире. Россия по своим масштабам, потенциалу – страна не меньше, чем Америка, не по абсолютным показателям, а по своей самодостаточности, и, мне кажется, она найдет какой-то свой путь.

Что касается соотношения Европы и Америки, на мой вкус, американская экономика даже при ее нынешних проблемах сильнее, чем европейская. Она сильнее не только в абсолютных показателях или по уровню налоговой и долговой нагрузки, она структурно сильнее, она более подвижная, более мобильна. Неслучайно у нее потенциал роста выше, и реализованный потенциал роста все время выше, чем у Европы. И до тех пор пока эта ситуация не изменится, я бы отдал предпочтение Америке.

Япония сейчас выглядит как большая надежда. Она всех пытается уверить, что у нее закончился многолетний, очень тяжелый процесс дефляции, и пока признаки складываются, что это так. Так ли это будет, когда в экономической ткани что-то произойдет, или оправдаются страхи, связанные с американской рецессией, или реализуются трудности, связанные с демографической проблемой...Кстати, с точки зрения демографии, которая является тяжелой проблемой для многих, Япония и Европа находятся в еще более тяжелом положении, чем Америка, и Япония в более тяжелом, чем Европа. В этом смысле у Америки радужные перспективы из самых развитых стран.

Развивающиеся страны, в том числе и Россия, сейчас имеют замечательную возможность в стратегической 10-летней перспективе использовать потенциал тех проблем, которые будут нарастать в экономиках развитых стран, – это шанс. Им можно воспользоваться, можно не воспользоваться. Я надеюсь, что Россия воспользуется.

Григорий Чудновский (фото Н. Четвериковой) Григорий Чудновский: Вы упомянули, что рождение послевоенных детей, которые в ближайшее время должны выйти на пенсию, в Америке, в Великобритании чревато большими проблемами для развития экономики. Вопрос следующий. Как я понял из нашей российской прессы, Америка сейчас применяет к гастрбайтерам

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

либеральный механизм. Либеральный в том смысле, что она их не выдворяет, предлагает щадящие условия легализации, в отличие от Европы, которая закрывает границу, жестко относится, судя по событиям, прошедшим во Франции, по другим прогнозам. Не является ли либеральный механизм по отношению к этой категории рабочей силы компенсационным по отношению к тем, кто выходит на пенсию? Это, конечно, немного квалифицированно, но вопрос такой.

Вальдман: Во-первых, нельзя сказать, какая тенденция в Америке является преобладающей в отношении к гастарбайтерам. Буквально на этой неделе в Америке и в Палате представителей, и в Сенате обсуждается законопроект о большой иммиграционной реформе. Проблема – что делать с нелегальными иммигрантами, каждый день переходящими границу, которых, по оценке Конгресса, насчитывается 11 млн человек. Америка не имеет механизмов, что с ними делать. Она значительную часть этих людей, на мексиканской границе, выдворяет обратно.

Но с Китаем они никак не могут договориться, Китай своих обратно не принимает, и Америка не знает, что с ними делать: их кормить, поить – она их отпускает, они растворяются в системе. Если отвлечься от этой феноменологии, то непонятно, какую роль они играют в экономике США. Вроде как они выполняют работы, которые не любят делать американцы за маленькие деньги, их много в тяжелых секторах экономики. Но польза они для Америки или нет, тем более с точки зрения демографического кризиса, – это вопрос открытый.

Для Европы это глубокое противоречие. Она утрачивает культурную идентичность, и это очень болезненный процесс. Но экономически иммиграция для Европы – неизбежный способ решения или смягчения внутренних проблем. Альтернативы нет.

Валерий Кизилов (фото Н. Четвериковой) Валерий Кизилов: Насколько я помню, три года назад вы уже выступали в России с лекцией об американской экономике, но не перед такой большой аудиторией. Мне запомнился анализ состояния крупнейших корпоративных должников Америки – компаний Freddy Mac, Fanny Mae. Вы тогда оценивали их перспективы как очень трудные, угрожающие, особенно в свете тенденций повышения процентных ставок, которое тогда ожидалось. Сейчас, три года спустя, вы совершенно не упомянули об этом сюжете. Как вы считаете, сейчас эта проблема решена? Если да, то каким образом?

Вальдман: Спасибо большое за вопрос. Я просто не мог себе позволить в рамках регламента рассказать про это. Здесь действительно ситуация стала меняться к лучшему. Для тех, кто не слышал моей старой лекции, Fanny Mae и Freddy Mac – это крупнейшие полугосударственные компании, обеспечивающие кредитование ипотеки и во многом сформировавшие рынок ипотеки в том виде, в котором он сейчас существует. Эти компании к началу этого века набрали гигантские долги, и главное, что соотношение между собственным и привлеченным капиталом было фантастическое – 1:50. Это означает, что если они делают какие-то ошибки в своих операциях и несут потери, то при таком соотношении собственного и заемного капитала остаться без собственного капитала – пара пустяков.

На самом деле, отчасти это и произошло. Буквально две недели назад я видел объявление, что они еще раз пересчитывают всю свою отчетность за пятилетний период, потому что они обнаружили еще новые потери капитала. Начиная с 2003 г. после мощного давления и федерального резерва, и Конгресса, и правительства они начали сокращать собственные кредитные портфели. Продавая кредиты из своего портфеля, они получали деньги, ими они расплачивались с кредиторами, которые им давали деньги, и таким образом объемы их деятельности стали сжиматься. И соответственно, соотношение между собственным и заемным капиталом стало улучшаться.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

По-моему, уже два раза меняли руководство и той, и другой компании. Они по полной программе свой кризис проходят. Так что те опасения, которые у меня были тогда, реализовались. Не случилось самого страшного - предотвратили банкротства, разрушение этого рынка, и сейчас положение улучшается.

Григорий Глазков: У меня два взаимосвязанных вопроса. Первый по поводу ухудшения структуры экономики. Хотелось бы чуть больше об этом услышать, что это такое, в чем оно проявляется, какие здесь есть показатели.

Второй вопрос тоже про структуру. У нас реальность такова, что Америка находится уже в постиндустриальной эре, и чем дальше, тем в большей степени это будет проявляться. Одним из важнейших проявлений, наверное, все-таки является довольно быстрый рост доли сектора услуг. Понятно, что часть этих услуг относится к тому, что называется *movables*, т.е. перемещаемые через границу. Это является объектом глобализации, тут, например, есть конкуренция с индийскими программистами. Но в то же время большая часть услуг – это *immovables*, это то, что оказывается внутри страны и потребляется внутри страны. У меня в связи с этим вопрос. В прогнозах на более глобальную перспективу (даже в 10-летних), мне кажется, имеет смысл учитывать эти сдвиги. Какие существуют мнения на этот счет?

И, может быть, продолжение этого вопроса. Если говорить о том, что происходит с высвободившимися американскими рабочими, которые потеряли работу из-за того, что она уехала в Китай, думает ли американская администрация или общественность о каких-то программах более-менее глобального характера, связанных с так называемым непрерывным обучением? Наверняка это происходит, но насколько в глобальной перспективе это можно обсуждать? Например, происходит ли движение в сторону того, что в Америке происходило после запуска советского спутника, когда они сделали довольно серьезные сдвиги. Грубо говоря, *redneck*'ам действительно остается все меньше места на американской земле, но жить-то им как-то надо дальше.

Вальдман: У меня заготовлена одна табличка. Я сделал композицию американской занятости, не всю целиком, а выбрал крупнейшие сектора, которые все в целом собирают больше 95% всей американской занятости, так что, в общем, это вся экономика. И сравнил пропорции секторов в 1990 г. и 2005 г., что изменилось. Промышленность в 1990 г. составляла около 16% экономики, сейчас она составляет 10,5%. Розничная торговля осталась практически такой же, чуть-чуть сократилась с 12% до 11,5%.

Очень сильно выросла отрасль обучения, но она в абсолютных показателях маленькая, и ей, конечно, надо расти и расти во всех измерениях. Потому что американское образование просто ужасно, и совершенно непонятно, почему людям, которые с трудом умеют читать и писать, нужно платить почти 16 долларов в час, а тем, которые тоже, может быть, не умеют читать и писать или умеют читать и писать, платить 57 центов. Никакого оправдания этому нет. В Америке сейчас, даже в период спада, была острая ситуация нехватки высокотехнологичных кадров, специалистов в каких-то узких областях. Среди программистов был избыток, а в некоторых областях был сильный недостаток.

В целом за эти 15 лет самые сильные изменения произошли в секторе здравоохранения. С одной стороны, американское здравоохранение – это очень мощная отрасль, с другой стороны – это совершенно гигантская нагрузка. Если в структуре экономики страны здравоохранение составляет 14%, по моим понятиям, - это уже работа на аптеку. Это избыточно мощная отрасль. Ее рост, на мой взгляд, немного напоминает рост раковой опухоли, она неестественно растет. Сказываются недостатки самой системы здравоохранения, того, как она устроена.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Развивается сектор профессиональных и деловых услуг. Это довольно большая композиция, которая включает в себя и услуги по управлению предприятиями, и профессиональные технические, научные услуги, вплоть до уборки мусора, все включается в эту же область. Доля этого сектора выросла с менее 10% до почти 13%. Замечательно то, что доля правительства в пропорциях экономики осталась почти неизменной, даже немного сократилась, при том, что такие гигантские долги.

Что касается профессионального образования, это то, чем в Америке занимаются в последние годы. Мне с моей колокольни не очень видно, чтобы это сильно работало. По существу, то, что происходило в последние годы с высвобождением людей из промышленных предприятий, они находили работу скорее в строительстве (поскольку был бум в недвижимости и, соответственно, в строительстве нового жилья), в торговле. Если раньше они производили товары, то теперь товары, которые производили они, производят китайцы, а они их продают. Торговля расширилась, а квалификации, чтобы занять место в торговле, по сравнению с тем, чтобы занять место на промышленном предприятии, понятно, требуется куда меньше. И пока я не вижу поворота этого тренда.

Я боюсь, что если сейчас начнется спад с недвижимостью, что с ростом процентных ставок должно происходить и уже происходит, то пострадает отрасль строительства, где очень много рабочих мест, она очень трудоемкая. Я видел оценки, что из всех рабочих мест, которые были созданы за последние годы, на долю всего, что связано с недвижимостью, в том числе риэлторы, ипотечные брокеры и пр. – все, что обслуживает эту сферу, – это 55% всех созданных рабочих мест, которые позволил создать бум. Если с ним что-то случится, то потери, которые пойдут, мы увидим очень быстро, не в ежеквартальных и ежемесячных, а в еженедельных отчетах.

Лейбин: Интересно, если спроецировать долги населения, то как устроены уклад и жизненная стратегия семей, учитывая вашу фразу, что Америке придется менять образ жизни, возвращаться к прежним ценностям? Какие-то существенные сдвиги в этой части уже были, в том, как себя ведут семьи, строят свою стратегию?

Вальдман: Пока нет. Как я говорил, несмотря на рост процентных ставок федерального резерва, рынок не отреагировал адекватно росту процентных ставок у себя. Ставки по ипотеке – да, немного поднялись, но абсолютно не пропорционально тем изменениям, которые произошли со ставками федерального резерва. А это означает, что и население воспринимает ситуацию как мало изменившуюся. Я был удивлен, что при том, что федеральный резерв, как я уже говорил, начал с 2004 г. поднимать процентную ставку, в 2005 г. были рекордные заимствования населением по ипотеке. Казалось бы, они должны были быть рекордными раньше. Может быть, догоняли "уходящий поезд", мол если не сейчас, то будет еще хуже. Не знаю. Пока еще не сказалось, но скажется обязательно.

Александр Гловели (банковский аналитик): Во-первых, большое спасибо за спокойную и очень дельную, профессиональную лекцию. У меня вопрос по поводу зависимости экономики США от природных ресурсов. Понятно, что крупнейшая в мире экономика, ядро мировой экономики имеет такую ахиллесову пятую – она зависит от поставок природных ресурсов с мировых рынков. Как я понял из вашей лекции, одним из существенных стабилизаторов, смягчивших этот 4-5-кратный рост цен на нефть за последние годы, для американской экономики явился вынос производства в Китай.

Существует ли какая-то стратегия по диверсификации этих стабилизаторов? Может быть, есть какие-то программы по разработке новых месторождений где-то в морях, глубоководное бурение, или что-то происходит на южно-американском направлении, там ищутся какие-то новые месторождения, или сокращаются энергозатраты американской экономики? Существуют ли

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

помимо китайского фактора другие варианты, которые бы позволили США проводить политику диверсификации и географической, и с точки зрения энергоносителей (т.е. пользоваться не только нефтью, но и газом, углем, не только углеводородным топливом, но развивать и атомную энергетику, сланцы)? Существует ли такая стратегия, которая позволит сохранить вариативность?

В этом смысле вопрос, не относящийся к американской экономике, но важный для российской. Сейчас президент куда ни поедет, и в рамках заседаний "Большой восьмерки", первым делом обсуждает вопросы так называемой энергетической безопасности. В России создается такое впечатление, что это самый важный вопрос для мировой экономики. Насколько важен вопрос энергетической независимости и безопасности для США?

Вальдман: Спасибо за вопрос, он дает мне возможность поговорить о том, о чем еще не говорил. Во-первых, какое воздействие оказывает на США ситуация с энергоносителями. Проблема даже состоит не в том, что они стоят дорого. Понятно, что в значительной степени они стоят дорого именно из-за китайского фактора, поскольку глобальная экономика включает в себя экономику Китая, который сейчас мощно строится, и, соответственно, у него сейчас в этой фазе очень мощный спрос на энергоресурсы. А в связи с этим спрос еще идет и в другие страны.

Есть другой, на мой взгляд, более важный фактор, который определяет внутреннюю динамику этого процесса. Дело в том, что начиная с первой половины 70-х гг. в мире не было обнаружено ни одного крупнейшего месторождения нефти. Последнее крупное месторождение было в Саудовской Аравии, как я помню, в первой половине 70-х гг. С тех пор все остальные месторождения, которые находились, существенно, иногда на порядок, были слабее, чем то, что было обнаружено. И чем дальше, тем больше у геологов стало развиваться ощущение, что они уже "продырявили" все, что можно, что просто крупные месторождения закончились.

Я буквально на днях видел сообщение о том, что в районе, кажется, Анголы на континентальном шельфе нашли крупнейшее месторождение. Это, может быть, будет первое такое крупное месторождение, которое было найдено. А так именно это ощущение, что мировые ресурсы вдруг подошли к точке исчерпания или на пути к этому, сильно меняет вообще долгосрочные оценки энергетических балансов и стратегии стран, компаний в этой области. Например, может быть, самый квалифицированный инвестиционный банк США, "Голдман Сакс", свои личные деньги вкладывает в проекты, связанные с ветряными мельницами.

Но есть еще другой момент, на который я бы хотел обратить внимание. Может быть, крупных месторождений с первой половины 70-х гг. больше и не находили, но зато в зависимости от того, где у вас находится уровень цен на нефть, многие месторождения либо выгодно, либо не выгодно эксплуатировать. И если цены падают низко, то они выводят из бизнеса огромное количество низкоэффективных скважин. Но когда цена на нефть начинает расти, начинается возвращение в активную добычу огромного числа маленьких скважин, в том числе в самой Америке. А это уже означает, что меняется характеристика нефтяного баланса страны производства. Нефти, оказывается, может быть гораздо больше, чем вы думали.

И последнее к вашему вопросу. Конечно, речь идет и про ядерную энергетику, и про другое, но главное – это было бы найти замену бензиновым двигателям. Здесь идет огромное количество работ. Появляются гибридные модели, они стоят несколько дороже, но они экономичнее. Но здесь еще не состоялся прорыв. Может быть, это на пути. Если это произойдет, это будет очень важно. Потому что проблема не только в том, что в Америке гигантский автомобильный парк, а в том, что эту технологию обязательно надо будет как можно скорее передать Китаю. Потому что это он пересаживается с велосипеда на автомобиль, и никому мало не покажется, сколько китайцев может сесть на автомобиль и воспользоваться автозаправочными станциями.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Оскар Валитов: В аналитике, в СМИ постоянно появляются разговоры о том, что в Америке ожидается экономический кризис. Насколько это верно? Насколько кому-то эти разговоры могут быть выгодны или невыгодны, в частности, Америке? Или это просто мнение тех, кто это говорит?

Вальдман: Наверно, теоретически можно представить, кому такие разговоры выгодны. Но в Америке слово «рецессия» является неприличным. Даже в прессе вам будут говорить "буква R". Это такое неприличное слово, его не надо произносить вслух. Аналитиков, которые выдают такие мрачные прогнозы, не любят, на работу стараются не брать. Американцы - вообще оптимисты. А что касается инвесторов, те, которые прежде всего обсуждают тему возможной рецессии и что-то по этому поводу делают, среди них оптимистов раз в десять больше, чем пессимистов, если судить хотя бы по соотношению продаж в «длинную» и в «короткую».

Лейбин: Из вашего видения картины получается, что в центре мировой экономики стоит государство, которое справилось с последним кризисом, не очень много за это заплатив, и исключительно инструментами финансовой политики, а наложение позитивных рыночных трендов на начало войны в Ираке – это было скорее совпадение. Глобалистический вопрос. Значит ли это, что у Америки, если исходить из ее экономики, нет никаких других требований к внешнему миру, кроме отсутствия птичьего гриппа и войны с Китаем?

Вальдман: Есть проблемы прежде всего структурного характера. Поскольку структура экономики в Америке реально испортилась, стала хуже – это проблема помимо птичьего гриппа. Сказать, что Америка заплатила мало за мягкий выход из кризиса, - я бы не сказал. Она создала мощную, может быть, самую перспективную экономику в мире, которая будет ее главным конкурентом, скоро, быстро. Китайцы двигаются даже быстрее, чем когда-то двигались японцы. Это все почувствуют. В стратегической перспективе это большая цена, которую Америка заплатила.

С другой стороны, роль экономики США в мире потрясает. Я, кажется, пропустил одно из высказываний Бена Бернанке, которое люблю цитировать (он автор ярких высказываний). Он как-то сказал: «Развивающийся мир должен быть нам благодарен за то, что мы покупаем товары, которые они производят. Иначе куда бы они это все произведенное дели». В общем, действительно, куда? Больше, действительно, их некуда деть. Потому что Америка – это 5% населения Земли, которое составляет 35% мировой экономики и потребляет 35-40% мировых ресурсов. Куда же еще это все девать. Понятно, что приведение возможностей и желания в баланс должно привести к тому, что глобальная экономика похудеет вместе с американской. Именно поэтому американская экономика по необходимости становится предметом интереса для всех. Поскольку если в ней что-то случится, то все это почувствуют.

Она, тем не менее, сохраняет существенные стратегические преимущества, связанные с потенциалом научных исследований и разработок. Но, прежде всего, неоценимая вещь – это предпринимательская культура, организационные навыки, сама атмосфера предпринимательства, которая в Америке нисколько не сопоставима, скажем, с Европой. Это воспроизводит американскую предприимчивость как стратегическое преимущество. Может быть, китайцы его поколеблют, но мы это еще увидим. За пределами Китая у Америки сейчас других серьезных противников нет.

Константин Ершов (студент ОБИК, трейдер): Меня как трейдера интересует такой вопрос. Начало войны в Ираке. С одной стороны, это позитивный факт для экономики, поскольку целая куча госзаказов стимулирует рост экономики. Как вы уже сказали, индексы Dow Jones и, соответственно, акции взлетели. С другой стороны, это еще больше усугубило ситуацию с платежным балансом. Это мой первый вопрос. Как вы это расцениваете: как отрицательный или как положительный момент для экономики?

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

Второй вопрос. Насколько прямая связь между процентами по ипотеке и ценами на недвижимость прослеживается в США? Когда падали проценты по ипотеке, что происходило с ценами на недвижимость? Большое спасибо.

Вальдман: Я вообще к этой войне плохо отношусь, и в частности в связи с вопросом, который вы задали. На мой взгляд, ее стимулирующий фактор исключительно скромен. Хотя с точки зрения военных заказов, это, конечно же, заказы, которые не экспортируются в Китай и, соответственно, выполняются в Америке, тем самым правительственный долг транслируется в некоторую расширяющуюся занятость. Но поскольку все военные игрушки страшно дорогие, то и потенциал создания занятости очень ограниченный. Я бы сказал, что с точки зрения экономики война скорее нейтрально-отрицательна, нежели нейтрально-положительна.

Что касается связи процентных ставок и цен на недвижимость, спасибо вам за вопрос. Здесь есть одно замечание общего характера, которое мне бы хотелось высказать. Вообще, мягкая монетарная политика как философия федерального резерва стимулирует рост цен на разные активы, в том числе и на недвижимость, а через глобальную торговлю транслирует это и в другие страны. И легко показать механизм, как это происходит.

Если ограничиться Америкой, то вот вам конкретная считалка. Возьмем ту же самую семью с семейным бюджетом в 100 тыс. долларов, которая не имеет никаких других долгов, и это 100 тыс. после налогообложения, деньги, которые у семьи реально есть. Она размышляет о покупке дома и хотела бы взять на это кредит. У нее, скажем, попросят 10 тыс. долларов заплатить первоначальный взнос, а на остальное она возьмет кредит. Вот какой ей дадут кредит и, соответственно, какой стоимости дом она себе может купить, - это зависит от процентной ставки. Если процентная ставка будет 9%, то ей дадут кредит на 30 лет на покупку дома стоимости 266 тыс. долларов. Это означает, что вместе со своими вложенными 10 тыс. долларов она может заплатить свыше 270 тыс. Если ставка упала до 8%, она может получить кредит 291 тыс. долларов, и, соответственно, купить дом за 300 тыс. Если ставка упала до 5%, то она может получить кредит на 394 тыс. и вместе со своими 10 тыс. купить дом за 400 тыс. долларов.

Посмотрите, что получилось. При 9% ставке она не может позволить себе дом дороже, чем 270 тыс., при 5% она может позволить себе дом за 400 тыс. Это означает, что она может торговаться до этого уровня, и она по своим финансовым возможностям проходит. Это означает, что и продавцы будут поднимать цену на свои дома, потому что потенциал роста высок. И таким образом транслируется понижение процентной ставки в рост цен на недвижимость. В конкретной считалке, это 30-летний кредит с фиксированной ставкой.

Понятно, что когда исчерпались эти возможности роста цены, рынок стал придумывать новые, нетрадиционные механизмы, стали давать кредиты не на 30, а на 50 лет или кредиты не с фиксированной ставкой, а с полуфиксированной, она какое-то время фиксированная, а потом она пойдет по рынку. Эти кредиты страшные. Потому что как сейчас происходит с ростом процентных ставок, вы потом попадаете в очень тяжелую финансовую ситуацию.

Или же совсем экзотическая форма кредитов, которую я вижу на рынке в последний год, - кредит, по которому не нужно платить принципал, не надо возвращать сумму кредита, только обслуживать его, он вечный. Такой экзотический кредит может обслуживать даже семья с куда более низким уровнем дохода. И это все наращивает потенциальную стоимость жилья.

Лейбин: Леонид, может быть, вы скажете пару слов в резюме.

Вальдман: Я, прежде всего, хочу вас поблагодарить за терпение, за интерес, каким я его вижу со своего места. Я очень надеюсь, что мне удалось решить свою главную задачу, а именно – чтобы вам не было мучительно больно за бесцельно проведенный вечер, слушая неизвестного, хотя и крупного экономиста Леонида Вальдмана.

Курс 9 Основы финансовых инвестиций

И последнее, если у кого-то еще появятся вопросы, на которые я не сумел ответить, и вы захотите эти ответы получить у меня, вы можете послать мне «емелю» по адресу lvaldman@yandex.ru, и я обязательно вам отвечу. Может быть, не скоро, не сразу, но как только вернусь, как только до этого доберусь - пожалуйста.